عنوان البحث:

الأسواق المالية والأزمات المالية والاقتصادية من منظور إسلامي

د. هشـــام حنضل عبدالباقي

بحث مقدم إلى مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع

"اتجاهات اقتصادية عالمية IV"

تحت عنوان

الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي

1- مقدمة

بدأت شرارة الأزمة المالية العالمية الحالية 2008م بفقاعة في قطاع العقارات، ثم سرعان ما انتقلت إلى القطاع الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي، وبحكم قوة تأثير الاقتصاد الأمريكي في الاقتصاد العالمي، انتقل تأثير الأزمة ليشمل كل دول العالم المتقدم والمتخلف وإن اختلفت درجة التأثير من دولة لأخرى لعوامل عديدة منها درجة إنفتاح الاقتصاد من ناحية ومدى تأثير القطاع المالي بالاقتصاد القومي من ناحية أخرى. وتتشابة بدايات وأسباب وتطور الأزمة المالية العالمية الحالية مع الأزمات المالية والاقتصادية التي عانى منها المجتمع الدولي ولا سيما أزمة الكساد العالمي التي عصفت بالاقتصاد العالمي في الثلاثينات من القرن الماضي.

ولأن الإسلام يقدم إطارا متكاملا أو نموذجا متكاملا لما يجب أن يكون عليه سلوك الفرد والمجتمع في كافة نواحي الحياة ومنها النواحي الاقتصادية بالطبع، فإنه لابد أن يتضمن تفسيرات لفشل الأسواق المالية وحدوث الأزمات المالية والاقتصادية، ثم أنه لابد وأنه يقدم إطارا شاملا لعمل تلك الأسواق بالكفاءة التي تحقق أهداف المجتمع الإسلامي بأسره. يحاول البحث الجاري عرض التفسيرات الحالية للأزمات المالية والاقتصادية وتقييمها من منظور الاقتصاد الاسلامي وبيان أن إكتمال السوق المالي الإسلامي والتعامل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية يجنب الأسواق المالية والاقتصاد القومي الوقوع في براثن الأزمات المالية والاقتصادية.

ولتحقيق ما سبق يطيب لنا تقسيم البحث إلى ثمانية أجزاء. بعد المقدمة يبين الباحث مشكلة البحث وهدفه وأهميته، ثم يتعرض البحث لتحليل الأسواق المالية التقليدية من منظور الشريعة الاسلامية، ثم يتناول أسباب نشأة الأزمات المالية وتحولها لأزمات اقتصادية من خلال التعرض لنظريات تفسير تلك الأزمات، ويتعرض بعد ذلك إلى المآخذ والآثار السلبية للسياسات المتبعة للخروج من الأزمات المالية / الاقتصادية في حال حدوثها، يلي ذلك عرض للأسواق المالية والأزمات المالية والاقتصادية من منظور إسلامي، بالتعرض لمفهومي الرشادة والكفاءة الإسلامية وللسوق المالي الإسلامي ومقوماتها وتحدياتها، ثم يبين الباحث أن عمل الأسواق المالية في ظل الاقتصاد الإسلامي يؤدي من جهة إلى تعظيم رفاهة المجتمع بأسره، ويضمن تجنيب الاقتصاد القومي أسباب حدوث فقاعات أو أزمات مالية واقتصادية من جهة أخرى، ثم يُختَم البحث بعرض نتائجه وبعض التوصيات.

2- مشكلة البحث

بنى المحللون الاقتصاديون والماليون تحليلهم للأسواق المالية وكيفية عملها على فرضين أساسين هما سيادة مبدأ الرشادة بين المتعاملين وإتسام الأسواق بالكفاءة، وبينوا أن عدم توافر الشرطين يعني فشل الأسواق وحدوث إضطرابات بها قد تصل لمرحلة الأزمة المالية، وبالتالي تتحقق الشرارة الأولى للأزمة الاقتصادية. وعلى الرغم من قيام الاقتصاديين والماليين بتطوير العديد من النماذج الاقتصادية والمالية خلال العقود الثلاثة الأخيرة لتحليل آثار المنتجات المالية والتعامل فيها في مختلف الأسواق المالية سواء المحلية أو الخارجية ومدى تأثر المتغيرات الاقتصادية المختلفة في الاقتصاد القومي بها إلا أن النظرية الاقتصادية قد فشلت في توفير

تفسيرات عامة ووافية عن أسباب حدوث الأزمات المالية والاقتصادية وكذلك فشلت في الإجابة عن السبب في أن علاجها يحتاج لفترات زمنية طويلة، وما زال الاقتصاد العالمي يعاني من الأزمات المالية والاقتصادية.

ويمكن القول أن دور الاقتصاديين والماليين انحصر في تقديم مجموعة من السياسات والإجراءات التي ينصحون بإتباعها عند وقوع الأزمات، لتخفيف حدتها والإسراع في الخروج من آثارها السلبية على الاقتصادات، وقد حدث ذلك مع أزمة الكساد العالمي في الثلاثينات من القرن الفائت، وأيضا مع الأزمة المالية العالمية الحالية في عام 2008، حيث إجتمعت دول مجموعة العشرين لتقرر حزمة من السياسات والإجراءات تهدف لمعالجة آثار الأزمة ونهوض الاقتصادات في أقصر وقت ممكن (**Abdelbaki, H, 2010**). ولكن الخروج من الأزمة الحالية لا يضمن بحال من الأحوال عدم تكرارها، فما إن بدت في الآفاق توقعات الخروج من تلك الأزمة، حتى توقع البعض حدوث أزمة أخرى جديدة ستأتي هذه المرة من الأسواق المالية الآسيوية (**جريدة البلاد البحرينية، العدد 629)**. ولقد نادت الكثير من الكتابات في العالم الإسلامي بضرورة إتباع المنهاج الإسلامي، ونادت في ذات الوقت بعض الأراء – على إستحياء- من الدول الغير إسلامية بضرورة التخلي عن الفائدة وجعلها صفرا لضمان عمل الأسواق بكفاءة، ولكن لم يقدم كلا الطرفين إطارا شاملا للمنهاج المقترح.

3- هدف البحث

إستنادا على مشكلة البحث، يتمثل الهدف الرئيس للبحث في تبيان أن الإقتصاد الإسلامي يمكنه تقديم إطارا شاملا لعمل الأسواق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، تتوافق فيه المعاملات مع أحكام الشريعة الاسلامية السمحة، وبما يضمن عدم تعرض الاقتصاد القومي لأزمات مالية واقتصادية.

4- أهمية البحث

تناولت العديد من الدراسات موضوعات الأسواق المالية والمصارف الإسلامية والسوق المالي الإسلامي، كما تناولت الكثير من الدراسات تفسير الأزمات المالية والاقتصادية من وجهات نظر متعددة ومتنوعة ومنها بالطبع وجهة النظر الإسلامية، ولكن يعيب على تلك الدراسات في مجملها أنها تناولت الموضوع إما من وجهة نظر واحدة ترجع إليها فشل الأسواق وحدوث الأزمات، ومن ثم فهى بذلك تعد قاصرة أو أنها تعرضت للموضوع من وجهة نظر الشريعة الاسلامية فقط فأفاضت في ذلك مع تجاهل أو تقصير في عرض الموضوع من وجهة نظر الاقتصاد والأسواق التقليدية. ويأتي البحث الحالي محاولا علاج التقصير في الجانبين، حيث يعرض مفهوم وعمل الأسواق المالية التقليدية مبرزا القصور فيها من وجهة النظر الإسلامية، ثم يعرض لكيفية عمل تلك الأسواق في إطار السوق المالي الإسلامي وسيادة مبدأى الرشادة والكفاءة الإسلامية، والتي تكفل تجنب الاقتصاد والأسواق المالية للأزمات المالية والاقتصادية.

5- الإطار النظري

5.1. الأسواق المالية التقليدية: تحليل من منظور إسلامي

نعرض فيما يلي تحليلا للأسواق المالية السائدة من منظور الشريعة الإسلامية السمحاء، وذلك من خلال التعرض للمنتجات المالية المتداولة، ومخاطر التعامل في الأوراق المالية في تلك الأسواق، وكفاءة تلك الأسواق.

5.1.1. المنتجات المالية

تتمثل أهم منتجات الأسواق المالية في السندات، والأسهم، فضلا عن تبادل العملات والبضائع وفيما يلي سنتناول شرح ما يتعلق بالسندات والأسهم: السند هو قرض يصدره فرد أو هيئة أو مؤسسة تتعهد فيه بدفع فائدة محددة في مواعيد محددة خلال فترة عمر السند مع إعادة قيمة السند مرة ثانية عندما يحل تاريخ الإستحقاق. يتضمن التعامل في السندات أمورا عدة منها: 1- أنه قرض بزيادة في مقابل الزمن وهو بذلك ربا ديون وهو محرم إسلاميا، 2- يفترض أن يقوم مصدر السند بدفع ما تعهد به من فوائد وقيمة السند في التواريخ المتفق عليها حتى لو لم يحقق ربحا أو عائدا من وراء إستغلال قيمة السند، وفي هذه الحالة يتم تآكل رأس مال المقترض وما لذلك من أثر سلبي على الإنتاج والتوظف والدخل، 3- قد يلجأ مصدر السند إلى بيعه لطرف آخر في الحال أو بأجل، وفضلا على أن ذلك محرما إسلاميا لأنه يعني تكرر ربا ديون، فإنه يؤدي أن زيادة القيم المدفوعة في السند الواحد، وبذلك تفوق قيمته النقدية عن حقيقتها ويؤدي ذلك إلى فقاعة السعر (الأصل).

يعني شراء سهم ما أن حامل السهم أصبح شريكا في رأس مال الشركة وبذلك فهو شريك في الربح والخسارة، ومن هذا المنطلق فإن التعامل في الأسهم لا غبار عليه وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية ولكن هناك أمورا تتعلق بالتعامل في الأسهم ومنها: 1- قد تكون الشركة المصدرة للأسهم تتعامل في شيء تحرمه الشريعة الإسلامية، وفي هذه الحالة يكون نشاطها حرام ويكون حامل السهم شريك في هذا النشاط المحرم إسلاميا، 2- بيع الأسهم في أسواق الأوراق المالية يشوبه بعض الشبهات، ولا سيما البيع الآجل بقصد المضاربة[1]، فالبائع يبيع الأسهم آملا أن ينخفض سعرها مستقبلا أما المشتري فيبتاعها أملا في إرتفاع أسعارها ولكل منهما حساباته وتوقعاته ودراساته وخبراته. ومكسب أحد الطرفين يعني خسارة الطرف الآخر أي أن مكسب أحدهما يكون على حساب الآخر. ومن الناحية الاقتصادية فإن عمليات المضاربة تلك تثير عدم الثقة في الاقتصاد ويتذبذب الاستثمار صعودا وهبوطا ومن ثم الإنتاج والتوظف والدخل، وما لذلك من آثار سلبية متتابعة، 3- في حالة التعامل بالآجل في وجود خيار شرطي للبائع أو المشتري أو لكليهما، فإن المعاملة هنا لا تعد بيعا أو شراء فليس هناك ثمن ولا سلعة ولا تسليم ولا تسلم، وإنما هي مسألة أن أحد طرفي المعاملة يتوقع أن يكون السوق في اتجاه الارتفاع، والآخر يضارب –أي يقامر- في اتجاه الانخفاض، فإذا جاء - كما توقع أحدهما – ربح على حساب الآخر الذي جاء على خلاف توقعه، و 4- أما التأجيل بالمرابحة هنا فمعناه أن أحد طرفي المعاملة لو وجد أن الصفقة ستؤدي

---

[1] تعني المضاربة في الإسلام شركة يكون فيها رأس المال من جانب والعمل من جانب آخر، والربح يقسم بين الأثنين حسب النسبة المتفق عليها، أما المضاربة في الأسواق المالية فتعني المقامرة.

إلى خسارة له فإنه يبحث عن ممول يخرجه من ورطته هذه مقابل زيادة (فائدة) فتسمي الفائدة هنا زيادة بالمرابحة أو تأجيلاً بالمرابحة، وهو لار يب يمثل قرض ربوي مقابل التأجيل.

جملة القول أن التعامل في السندات محرما إسلاميا، وعلى النقيض فإن التعامل في الأسهم في حد ذاته أمرا جائز شرعا، ولكن هناك العديد من الأمور التي يجب توخي الحظر بالنسبة لها لأنها تجعل التعامل في الأسهم أمرا محرما شرعا.

5.1.2. مخاطر التعامل في الأوراق المالية

يحيط بالتعامل في الأوراق المالية في الأسواق المالية القائمة مجموعة من المخاطر أهمها: 1- **مخاطرة الإئتمان** أو مخاطرة عدم السداد ويقصد به فشل المدين في الوفاء إلتزاماتهم كما جاء في العقد المبرم. ولتجنب خطر الإئتمان لابد من الوقوف على المقدرة الإئتمانية المتوقعة للمدين قبل إتمام المعاملة، وكذلك مراقبة تلك المقدرة والتغيرات التي قد تطرأ عليها طوال عمر المعاملة، أيضا يمكن تقليل هذا النوع من المخاطر من خلال التنويع في المحفظة الإستثمارية للمقرض. **2- مخاطر أسعار الفائدة**، ويعني الخطر الناجم عن تغيرات أسعار الفائدة السائدة في السوق، وينتج عنه خطرين: خطر تغير قيمة الأصل وخطر إعادة الإستثمار. وتستخدم، عادة، سياسات مختلفة لتجنب أو تخفيض خطر أسعار الفائدة منها zero coupon approach، ويستخدم في حالة الإستثمار في السندات، حيث يتم الإستثمار في سندات ليس لها عائد زمني وإنما يتم تسلمه مرة واحدة عند تاريخ الإستحقاق، وهذه السياسة تقلل من خطر إعادة الإستثمار، ولكنها لا تقلل خطر تقلبات سعر الأصل. وهناك سياسة مطابقة الحساسية الزمنية أو فترة الإستغراق Duration matching، حيث يتم الاستثمار في أصل تتساوى المدة المراد الإحتفاظ به مع فترة الإستغراق Duration، وهي الفترة الزمنية اللازمة لتجنب أخطار تقلبات أسعار الفائدة وما ينجم عنها من مخاطر إعادة الإستثمار ومخاطر أسعار الأصول، وهناك سياسة مطابقة فترة الإستحقاق Maturity matching، حيث يتم الإحتفاظ بالأصل حتى تاريخ إستحقاقه، وهذه السياسة تقلل من خطر تغير قيمة الأصل، ولكنها لا تقلل خطر إعادة الإستثمار[2]. **3- مخاطرة العملات**، ويشير إلى خطر تغير قيم الأصول المصدرة بعملات أجنبية نتيجة تغير أسعار صرف العملات، وتستخدم سياسة التحوط لأسعار الصرف أو العملات الأجنبية للحد من خطر العملة. **4- مخاطرة السيولة**، ويعني عدم القدرة على تحويل الأصل إلى نقدية دون خسارة، ومن ثم يعد الأصل عالي السيولة إذا أمكن تحويله إلى نقدية بأقل أو بدون خسارة والعكس بالعكس، فيكون الأصل منخفض السيولة إذا إنعدمت إمكانية تحويله لنقدية أو تم تحويلة ولكن بخسارة كبيرة. وأخيرا هناك **5- مخاطر سياسية**، ويقصد بها الخسائر الناجمة عن قرارات وسياسات تتخذها الحكومات لتحقيق أهداف سياسية (**عبدالباقي، 2010).**

[2] هناك أساليب أخرى للحد من مخاطر سعر الفائدة مثل إستخدام القروض ذات المعدلات المتغيرة وإستخدام العقود المستقبلية على أسعار الفائدة وإستخدام تبادلات أسعار الفائدة ... لشرح تلك الأساليب وغيرها يمكن الرجوع إلى: الشعار، محمد نضال، (2005)،"أسس العمل المصرفي الاسلامي والتقليدي"، دار الاستثمار.

والخلاصة أن التعامل في الأوراق المالية يكتنفه العديد من المخاطر والتي تحدث نتيجة طبيعة عمل الأسواق المالية التقليدية، ولذا فإن تلك المخاطر تختفي في ظل السوق المالي الإسلامي، وتوافر شرطي الرشادة والكفاءة الاسلامية، كما سيرد تفصيله.

5.1.3. الكفاءة المنقوصة للأسواق المالية التقليدية

يفرق الماليون بين ثلاثة أنواع من الكفاءة التي يجب أن تتوافر في السوق المالي: الكفاءة التوزيعية والكفاءة التشغيلية والكفاءة المعلوماتية. وتشير الأولى إلى مدى توزيع الموارد المالية المتاحة في السوق في أوجه الإستخدامات المثلى، وتتحقق كفاءة التوزيع إذا تم توزيع الموارد النادرة على أفضل الإستخدمات محققة أعلى إنتاجية. وتعني الكفاءة التشغيلية بتكلفة المعاملات المالية في الأسواق المالية، وتتحقق تلك الكفاءة إذا كانت تكلفة تلك المعاملات عند حدها الأدنى. وأخيرا تشير الكفاءة المعلوماتية إلى مدى قدرة أسعار الأوراق المالية على أعطاء صورة صحيحة عن كافة المعلومات عن مُصدِر الأوراق المالية (المدين)، فإذا كانت أسعار الأوراق تعكس القدرة المالية للمدين فإن معنى ذلك تحقق الكفاءة المعلوماتية في السوق. وتصبح السوق محققة للكفاءة التامة Perfect efficient إذا حققت الأنواع الثلاثة من الكفاءة معا. وعندما يتحقق النوع الثالث من الكفاءة أي عندما تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات المناسبة المتعلقة بها يقال أن فرض السوق الكفء efficient markets hypothesis قد تحقق، وتكون أسعار الأوراق المالية مساوية للقيم العادلة أو الأساسية لتلك الأوراق، وتكون الأوراق في السوق في حالة توازن عشوائي مستمر Continuous stochastic equilibrium ويستخدم المحللون نموذج المباراة العادلة Fair game model للتأكد من تحقق هذا الفرض من عدمه. ويشير هذا النموذج إلى عدم وجود فروق منتظمة بين العائد الفعلي في المعاملة والعائد المتوقع قبل إجراء المعاملة، ومن ثم تكون الأوراق المتداولة في معاملة عادلة إذا لم يكن هناك فروق منتظمة بين عائد تلك الأوراق والعائد المتوقع لها. ويعبر عن ذلك رياضيا بالمعادلة التالية:

$$\mathbf{r_{i,\,t+1} = E(r_{i,\,t+1}\,|\Omega_t) + \zeta_{i,\,t+1}}$$

حيث $r_{i,\,t+1}$ تشير إلى العائد الفعلي للورقة i في الفترة t+1 و تشير $E(r_{i,\,t+1}\,|\Omega_t)$ إلى العائد المتوقع للورقة i في الفترة t+1، بشرط Ω_t حزمة المعلومات المتاحة في الفترة t+1. واخيرا تشير $\zeta_{i,\,t+1}$ إلى الخطأ المتوقع عن الورقة i في الفترة t+1.

ويكون الخطأ المتوقع غير منتظم أي عشوائي non- systematic error or white noise – ومن ثم تداول الورقة في سوق مالية عادلة - إذا كانت تتمتع بثلاث خصائص إحصائية: الإتساق (عدم التحيز) والإستقلال والكفاءة. وتتوافر الخاصية الأولى إذا كان كان توقع عائد الورقة مساويا للصفر، ويصبح مستقلا إذا لم يكن هناك إرتباط مع العائد المتوقع، بينما تتسم بالكفاءة في حالة عدم وجود إرتباط ذاتي autocorrelation or serial correlation.

استعرض **Fama (1970)** ثلاثة أحوال أو أشكال للمعلومات التي تستند عليها التوقعات: **حالة المعلومات الضعيفة،** وفي هذه الحالة فإن سعر الورقة يعكس كافة المعلومات المتضمنة لأسعار الورقة في الماضي، ولا تقدم المعلومات عن أسعار الورقة في الماضي أية معلومات عن سعر الورقة في المستقبل، ومن ثم لا تفيد المستثمر في تحقيق عوائد إضافية من خلال إستخدام قاعدة التعامل الفنية Technical trading rule. ولذا تستخدم ذات القاعدة لإختبار هذا الشكل من أشكال الكفاءة وتسمى أيضا قاعدة الترشيح (k%). وتستخدم هذه القاعدة من خلال شراء الورقة المالية إذا إرتفع سعرها بمقدار k% عن آخر إنخفاض والإحتفاظ بها حتى إنخفاض بنسبة k% عن الارتفاع التالي، وبيع الورقة والإنتظار لفترة قصيرة حتى يرتفع السعر بنسبة k% عن الإنخفاض التالي ثم التغطية والإستمرار طويلا. وفي حالة وجود تغيرات منتظمة عبر الزمن في سعر الورقة، فإن تلك القاعدة ستحقق عوائد إضافية من خلال إستراتيجية إشتري – و – وإحتفظ buy – and – hold strategy. السؤال المحوري الآن هو ما هو مقدار k؟ الواقع أنه إذا كانت k صغيرة جدا فإن التعامل في الورقة المالية سيؤدي إلى مغالى فيه وتكون تكلفة المعاملة مرتفعة، أما إذا كانت k كبيرة جدا، فتكون تكلفة المعاملة ليست مرتفعة ولكن سيفقد المستثمر العديد من نقاط الإنقلاب. وجملة القول أن قيمة k لن تفيد كثيرا لأنها لن تؤدي إلى تحقيق عوائد إضافية من خلال إستراتيجية إشتري – و – إحتفظ.

وحالة المعلومات النصف قوية، ويتم إذا عكس سعر الورقة المالية آنيا وبصورة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة عن الأوراق المالية. ويعني توافر هذا الشرط أن وجود أي معلومة جديدة متاحة للعامة سوف تنعكس وبسرعة على سعر الورقة المالية. وفي حالة المعلومات الجيدة Good news فإن سعر الورقة سوف يرتفع وفي حالة المعلومات السيئة Bad news فإن سعر الورقة سوف ينخفض، وبمجرد حدوث ذلك لن يكون هناك تغيرات متوقعة في سعر الورقة. وفي المقابل فإنه في حال عدم تغير سعر الورقة مع وجود معلومات، فإن ذلك يعني أن المعلومات المتاحة لا تتضمن معلومات ذات صلة بتغيرات سعر الورقة. والإختبار الأساسي لهذا يكون بفحص ما إذا كانت المعلومات المتضمنة في تقارير الشركة تؤثر على سعر الورقة / الأوراق المالية للشركة أم لا. ففي حالة توافر شرط الكفاءة المعني هنا فإنه لن توجد قاعدة تبادل مبنية على المعلومات المعلنة تؤدي إلى تحقيق عائد إضافي، وذلك إما لأن سعر الورقة / الأوراق سيستجيب بسرعة للمعلومات المتوفرة في الإعلانات، ومن ثم لن تكون هناك تغيرات متوقعة في سعر الورقة أو لأن المعلن من معلومات لا يحوي معلومات ذات صلة بتغيرات سعر الورقة، أي أن المستثمرين لا يجب أن ينتظروا حتى تتوافر المعلومات للعامة في اليوم التالي.

وحالة المعلومات القوية ويعني أن سعر الورقة المالية يعكس بصفة آنية وكاملة كل المعلومات المعروفة عن أسواق الأوراق المالية متضمنة المعلومات الخاصة الداخلية المتاحة. ويعني توافر هذا الشكل من الكفاءة أن السوق المالي يستجيب بسرعة كبيرة للمعلومات الداخلية المتاحة.

ومما سبق يتضح أن كفاءة الأسواق المالية كفاءة منقوصة، فهي أولا ترتكز على مفاهيم معينة تنتفي معها فكرة تحقيق العدالة بين أطراف المعاملة، بل أن هناك تعارض بين تحقيق الكفاءة في تلك الأسواق وتحقيق

العدالة، فالكفاءة العالية تعني عدالة منخفضة والعكس صحيح. وثانيا تتيح لفئات من المتعاملين في الأسواق المالية التلاعب في أسعار الأوراق المالية، ومن ثم في الأسواق وتأثيرها، وتدفع البعض الآخر لإتخاذ قرارات مالية لا تناسبهم ولكن تصب في صالح الفئات المتلاعبة. وثالثا فإن التعامل في تلك الأسواق قد لا يحقق العدالة في توفير المعلومات لأطراف التعامل وهو ما يطلق عليه Asymmetric information كما سيأتي تفصيله.

5.2. أسباب نشأة الأزمات المالية وتحولها إلى أزمات اقتصادية

بإستعراض نظريات تفسير فشل الأسواق المالية وكذلك النماذج التي استخدمت لتفسير فشل تلك الأسواق وظهور الأزمات المالية وتحولها إلى أزمات اقتصادية، يطيب لنا حصر أسباب تلك الأزمات في[3]:

أسباب ترجع إلى طبيعة النظام الرأسمالي، حيث ينظر إلى الأزمة المالية بإعتبارها جزء من النظام المالي من خلال هيمنة القروض وتحديد مسبق للفائدة دون ربطها بالأنشطة الجارية على أرض الواقع. وينشط الطلب على القروض ومن ثم تحدث الفقاعات السعرية وإنفجارها في مرحلة لاحقة. يتمثل الدافع الأساس في النظام الرأسمالي في تعظيم الإشباع من وجهة النظر الفردية، فالمستثمر يرغب في تعظيم ربحه والمستهلك يرغب في تعظيم منفعته، والإطار النظري كما يساق هكذا لا غبار عليه، فلكي يعظم المنتج أرباحه عليه أن يبذل مزيدا من الجهد والإنتاج، ومن ثم الربح والسعادة، وكذلك المستهلك لكي يعظم منفعته عليه شراء كميات أكبر من السلع والخدمات والتي تحتاج دخلا أكبر، ومن ثم عليه بذل المزيد من الجهد والعمل للحصول على الدخل اللازم. وهذا هو المفهوم النظري السائد لمبدأ اليد الخفية، ولكن المشكلات تظهر في العالم الواقعي من أن رغبة البعض غالبا ما تتعارض مع رغبات الأخرين أو أن تعظيم إشباع البعض يكون على حساب منافع ومصالح الأخرين. ففي الأسواق المالية، فإن المستثمر لكي يزيد من أرباحه من خلال التبادل فإنه يقلل من عوائد الأطراف الأخرى. فالحرية او نظرية المنفعة التي تسود النظام الرأسمالي تزيد من حالات الجشع والغش والمضاربة بمفهومها السيىء التي تؤدي إلى غياب المنافسة والكفاءة ولا سيما في ظل عدم تدخل الحكومات في النشاط الاقتصادي وبالتالي تفشل الأسواق وتنشأ الأزمات. وقد قام ماركس بتحليل عوامل إنهيار النظام الرأسمالي، حيث قرر أن

[3] يرى البعض أن الأزمات المالية والاقتصادية وتصديرها من الدول المتقدمة إلى الدول المتخلفة إقتصاديا أزمات مفتعلة وتدخل ضمن ما يسمى بنظرية المؤامرة ولكنا لا نرى ذلك ولا سيما في كل من أزمة الكساد العالمي الكبير 1929 – 1932 والأزمة المالية العالمية 2008 لكونهما أضرتا بدول العالم بأسره المتقدم منه والمتخلف، أيضا يرى البعض أن التخلي عن نظام الذهب والتحول تدريجيا إلى نظام الدولار يمثل سببا جوهريا في حدوث الأزمات، ومن ثم لابد من العودة إلى نظام الذهب لتجنب تكرار تلك الأزمات، ولكنا أيضا لا نرى ذلك ولا سيما مع إستحالة العودة لنظام الذهب، للإطلاع على الرأى الأخير يمكن الرجوع إلى المطارنة، بشار والصافي، وليد، الاقتصاد الإسلامي في مواجهة الأزمة العالمية بين النظرية والتطبيق، المؤتمر الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، 28 – 29 إبريل.

النظام الرأسمالي يحمل في طياته عوامل فنائه من خلال ما أسماه فائض القيمة والتي تنم على الطمع والجشع والإحتكار ثم حدوث ثورة البروليتاريا (**البراري، راشد، 1976**) [4].

وأسباب ترجع إلى تصرف وسلوك المتعاملين في الأسواق المالية، حيث ينظر للفقاعات الاقتصادية كحالات فردية، لكل منها أسبابها والتي تختلف عن أسباب الفقاعات الأخرى، ومع ذلك فأصحاب هذا الإتجاه يرون أن ضعف خبرة اللاعبين في السوق يعد سببا أساسيا لحدوث الفقاعات بصفة عامة، ويؤكدون بعدم إمكانية التنبؤ بتلك الفقاعات، بل ويرون أن التعامل مع المخاطر سمة هامة للحفاظ على حيوية اقتصاد السوق5. ويدعي المساندون للنظام الرأسمالي أن سعي الكل لتعظيم إشباعه على المستوى الوحدي وفقا لسلوكه العقلاني "الرشيد"، إنما يصب في نهاية المطاف في صالح المجتمع، فما هو صالح وعقلاني رشيد على المستوى الوحدي يكون أيضا صالح وعقلاني رشيد على المستوى الكلي، إستنادا لمفهوم اليد الخفية لأدم سميث. وهنا يجب أن ننبه أن هذا التحليل مبني على توافر شرطي الرشادة "العقلانية" لدى الأطراف المتعاملة في الأسواق والكفاءة. وهنا تؤكد الأساليب الرياضية لنمذجة الأزمات المالية – ومنها المباريات المتناسقة Coordination games - وجود تغذية عكسية إيجابية بين قرارات المتعاملين في الأسواق المالية. وتوفر التغذية العكسية إطارا أفضل لعمل الأسواق المالية، فطالما أن النتيجة في الأسواق المالية غير حاسمة، حيث قد لا تتطابق النتائج مع التوقعات، فيعني هذا وجود أخطاء/ إنحرافات في قرارات المتعاملين في تلك الأسواق والتي قد تكون إنحرافات بسيطة يمكن تجاهلها، عندها يمكن الحديث عن توازن وإستقرار الأسواق المالية، وقد تكون إنحرافات كبيرة تؤدي إلى تغيرات كبيرة في قيم الأصول نتيجة لتغيرات صغيرة في المتغيرات الاقتصادية. مثال ذلك أن إتباع سعر صرف ثابت للعملة المحلية ربما يكون مستقرا لوقت طويل ولكن يضطرب فجأة كإستجابة مثلا لتدهور في مالية الحكومة أو في الأحوال الاقتصادية. ومن ثم فهناك إمكانية وجود أكثر من حالة توازن واحدة للاقتصاد القومي، فقد توجد حالة توازن عندما يقوم المتعاملون بزيادة كبيرة في إستثماراتهم في الأصول المالية بسبب توقعاتهم بإرتفاع قيم تلك الأصول، وقد تكون هناك حالة توازن عندما يقوم المتعاملون بعكس ذلك نتيجة توقعاتهم بتصرف مماثل من قبل الأخرين. وربما يرجع السلوك غير الرشيد لأطراف التعامل إلى إختلاف المعلومات المتوافرة لطرف عن تلك المتوافرة لطرف آخر، وقد يأتي الإختلاف في الوقت أو من حيث الكم أو من حيث الدقة أو في كل ذلك، ومن ثم تختلف تصرفاتهم لإختلاف المعلومات المتوافرة لكل منهم والتي تشكل وتحدد بقدر كبير قراراتهم. وقد تبنى سلوكيات المتعاملين في الأسواق المالية على أحوال الأسواق المالية والاقتصاد القومي في الفترات السابقة،

[4] للإطلاع على جذور الأزمة في الفكر الاقتصادي الرأسمالي، يمكن الرجوع إلى قحطاني، السامرائي، اقتصاد الفقاعة .. دراسة في جذور الأزمة في الاقتصاد الرأسمالي، مع إشارة إلى الأزمة المالية العالمية 2008، المؤتمر الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، 28 – 29 إبريل.

[5] يرى الاقتصاديون أن الأصل المالي يمكن أن يتعرض للفقاعة إذا زاد سعره عن القيمة الحالية للدخل المتوقع منه خلال عمره حتى تاريخ إستحقاقه، وقد يؤدي ظهور الفقاعة إلى أزمة مالية، حيث يتبع الأفراد سلوك بعضهم البعض، فيشترون إذا رأوا الأخرين يشترون ويبيعون عندما يبيع الأخرون، ومن ثم ففي حالة الفقاعة يتوقع البعض الدخول في أزمة وبالتالي يبيعون أصولهم المالية وعندما يسلك الأخرون نفس السلوك تنخفض أسعار الأصول المالية وتتوالى التأثيرات التي تؤدي إلى أزمة مالية والتي ربما تتحول إلى أزمة اقتصادية بإمتدادها إلى القطاع الحقيقي. ومن الصعب عمليا معرفة سعر الأصل الذي يعادل قيمته الحقيقية ومن ثم من الصعب التنبؤ بالفقاعة.

حيث تبين نظرية هيمان مينسكي الناقدة للنظام المالي، والأسواق المالية، والتي تقوم على فكرة جوهرية مفادها أنه كلما طالت الفترة الزمنية التي يكون فيها النظام/السوق المالي ثابتة كلما أصبح غير ثابت، وقد بنى مينسكي نظريته على الفرضيات الأساسية التالية: 1- كلما طالت فترة النمو الاقتصادي، كلما ارتفع تفاؤل المشاركين في السوق في تحقيق نفس الأرباح السابقة وأكثر، 2- على أثر تلك الفترة يتساهل المدينون في إعطاء الدائنين قروضاً تفوق حاجتهم، وحتى بدون وجود ضمانات كافية، وفي حالات كثيرة دون التدقيق فيها بالشكل المطلوب، 3- قيام أصحاب الديون بتدويل الديون ورهنها كأصول قائمة على أصول أخرى، وكل ذلك يؤدي إلى إضطرابات الأسواق (**Minsky, H., 1992**)[6].

ويعارض (**Yao, and Zhang, 2009**) - في بحثهما المتضمن وجهة نظر جديدة لتفسير أسباب الأزمات المالية والاقتصادية، قيام النماذج الاقتصادية في تحليل الأزمات المالية والاقتصادية على فرضين أساسيين أولهما إتسام سلوك الأفراد المتعاملين في الأسواق المالية بالرشادة وثانيهما أن الأسواق المالية تتسم بالكفاءة، حيث يقررا أن الواقع العملي ينفي توافر هذين الفرضين[7]. وفي رأي الكاتبان أن ردود الأفعال غير المتسقة للمتعاملين في الأسواق تسبب حدوث الفقاعات ومن ثم الأزمات، فالمتعاملون يميلون لتحمل مخاطر أعلى في حالات رواج الأسواق ويفرطون في الحذر في حالة كساد الأسواق، ومن ثم تزداد إستثماراتهم كثيرا في الحالة الأولى مسببة فقاعات الأسواق والأزمات وتنخفض إستثماراتهم كثيرا في الحالة الثانية مسببة طول فترة علاج الأزمات.

وإستند التحليل على فرضية مفادها أن ردود الأفعال في حالات تحقيق أرباح تختلف عنها في حالات تحقيق خسائر، فالسعادة في الأولي دالة متناقصة، أي أن المشتقة الثانية لمعادلة السعادة في حالة تحقيق أرباح

---

[6] هناك الكثير من الكتابات التي تمت إما لتنتقد أفكار منسكي أو لتؤيدها ومنها على سبيل المثال:

Kregel, J., (2009),"The natural instability of financial markets", the IDEAs working paper series, Paper No. 04/2009.

Palley, T. I., (2009)," A theory of Minsky super- cycles and financial crises", IMK, working paper No. 5.

__________ (2009),'The limits of Minsky's financial instability hypothesis as an explanation of the crisis", new American Foundation, Washington D.C.

Wray, L. R., and E. Tymoigne, (2008),"Macroeconomics meets Hyman P. Minsky: the financial theory of investment", The Levy Economics Institute of Bard College, working paper No. 543.

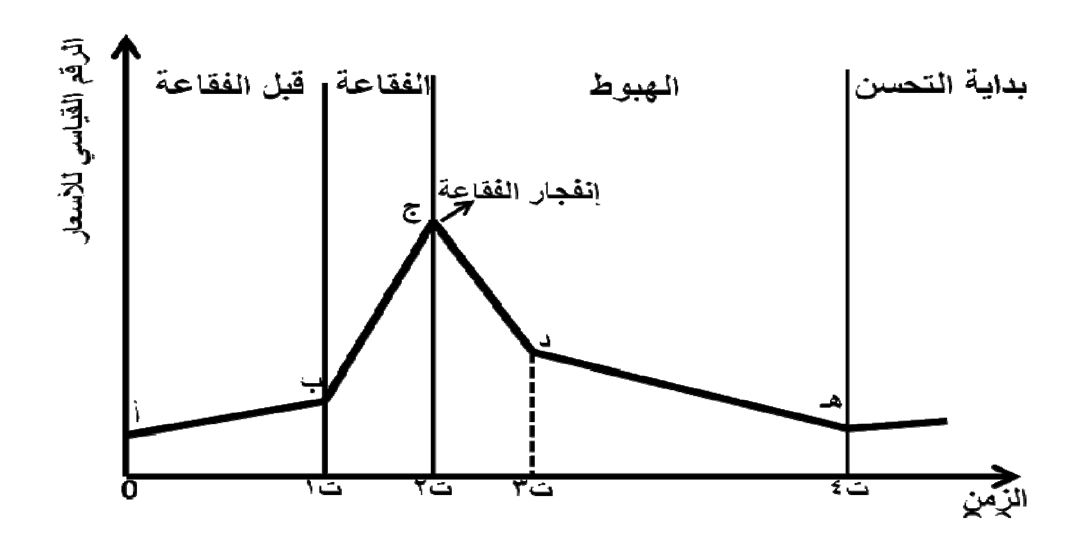
Dow, S., (2008),"The psychology of financial markets: Keynes, Minsky and emotional finance", paper presented at University of Roskilde Conference.

Dodd, R., (2007),'Financial stability, social justice, and public employment in the work of Hyman P. Minsky", university of Missouri – Kansas city, Working paper No. 54.

[7] قدم Leland (1987) ثلاث نظريات لفشل الأسواق المالية بناء على شرط أن المستثمرين يتسمون بالرشادة طوال الوقت، وهي نظرية الأخبار السيئة bad news theory، ونظرية الخوف من فشل الأسواق fear of market failure theory، ونظرية الحاجز المفرط excess hedging theory.

سالبة، وعدم السعادة (عدم الرضا) في الحالة الثانية دالة متزايدة، أي أن المشتقة الثانية لمعادلة عدم الرضا في حالة تحقيق خسائر موجبة، أيضا فإن السعادة المتحققة من وحدة ربح تقل عن وحدة عدم الرضا المتحققة من وحدة خسارة. وينتج عن ذلك سلوكا مختلفا يمكن تفسيره من خلال **الشكل رقم (1)**، تطول فترة تحقيق مكاسب في السوق (خلال الفترة من **0 إلى ت1**)، تزداد ثقة المستثمرين في زيادة الأسعار في المستقبل ويميلون إلى تحمل مخاطر أكبر بزيادة إستثماراتهم بسبب عدم رضاهم الكامل حتى مع تحقيق أرباح كبيرة، ويفسر ذلك بإنخفاض السعادة الحدية المتحققة من وحدة مكسب إضافية، وأيضا بسبب الطمع والرغبة في المضاربة ولا سيما في حالة سوق تزداد فيها الأرباح، ونتيجة لذلك تتكون الفقاعة بشكل سريع لتصل إلى قمتها عند النقطة **(ج)** وفي فترة زمنية قصيرة نسبيا (من **ت1 إلى ت2**). ومع تفاقم الفقاعة وإرتفاع الأسعار بشكل كبير، فجأة لا تتمكن أحوال السوق على الحفاظ على هذا الوضع (الأسعار والفقاعة عند هذا المستوى). وعند هذا الوضع- حتى لو حدث شيء بسيط في السوق- فسرعان ما يؤدي إلى إنفجار الفقاعات مسببا إضطراب في النظام الإقتصادي ككل كما هو واضح عند **(ت2)**. وبمجرد إنفجار الفقاعات يحدث إنخفاض كبير في الأسعار وفي فترة زمنية قصيرة (من **ت2 إلى ت3**) أي بين النقطتين **(ج د)**، حيث يبدأ المستثمرون في الإحجام عن الاستثمار، نتيجة خوفهم من الخسائر في المستقبل.

شكل رقم (1)



المصدر: Yao and Zhang, 2009

وجملة القول أن المتعاملين في الأسواق المالية التقليدية تستند سلوكياتهم ومن ثم قراراتهم الإستثمارية على العائد المتحقق من إستثماراتهم، ويغلف تلك السلوكيات الطمع والجشع والرغبة في تحقيق مزيد من الأرباح حتى ولو على حساب الطرف الأخر، أيضا فإنهم –نظرا لبعدهم عن تعاليم الإسلام – يغالون في الفرح في حالة تحقيق أرباح ويغالون في الحزن أو الجذع في حالة الخسارة أو حتى الخوف منها، ومن ثم تزداد إستثماراتهم

كثيرا في الحالة الأولى وتقل بشكل كبير أو تنعدم في الحالة الثانية. وهذه السلوكيات والتصرفات المفرطة لا وجود لها في وجود السوق المالي الاسلامي وفي ظل توافر شرطي الرشادة والكفاءة لدى المسلم كما سيلي بيانه.

وأسباب ترجع إلى فشل الحكومات في الإشراف والرقابة على الأسواق المالية، بما يعني عدم تدخل أو فشل تدخل الحكومات لعلاج الأزمات في مراحلها الأولية من خلال إتباع السياسات المالية المناسبة. يحرص أصحاب الفكر الرأسمالي على عدم تدخل الدولة للتأثير في النشاط الاقتصادي، مدعين أن مثل هذا التدخل يعوق آلية عمل النظام والكفيلة بتصحيح الإنحرافات في حال وجودها، وأن تدخل الدولة سيضر بالاقتصاد أكثر مما سيفيده. ومع ذلك إعترف أصحاب تلك الأفكار أن الراسمالية قد تصاب بأزمات من فترة لأخرى. وعلى النقيض، نادت النظرية الكينزية بضرورة تدخل الدولة مستخدمة سياستها المالية لتصحيح المسار وتحفيف حدة / القضاء على الآثار السلبية لتلك الأزمات. وبتحليل الأزمات المالية المتتابعة نجد أن من جملة أسبابها هوتدخل الحكومات لضبط الأسواق بما يكفل تجنب حدوث الفقاعات والأزمات. ويكمن الفارق الرئيس بين أزمة الكساد الكبير في الثلاثينات والأزمة المالية العالمية الحالية في أن تدخل الدول جاء متأخرا في الأولى ، بينما تعلمت الدول الدرس وسارعت بالتدخل في الثانية من خلال السياسات الدولية الفردية وعلى مستوى المنظمات الدولية **(Abdelbaki, H, 2010 & Bank of England, 1988)**.

وأسباب ترجع إلى إختلال العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي بالاقتصاد القومي، حيث يرتبط القطاعان بعلاقة وثيقة فزيادة أحدهما عن الآخر يؤدي إلى خلل في تلك العلاقة الوثقى. وقد تعرض التقليديون لتلك العلاقة من خلال معادلة التبادل والتي تعكس بديهية أن الإنفاق على السلع والخدمات يساوي قيمة المعاملات التي تمت لبيع وشراء تلك السلع والخدمات. تمثل معادلة التبادل صياغة جيدة لوصف حالة الاقتصاد القومي سواء كانت حالة تضخم أم حالة ركود اقتصادي، والتي يمكن صياغتها كما يلي:

$$MV = PT$$

حيث تشير M إلى كمية النقود في المجتمع وV إلى سرعة تداول النقود وP إلى مستوى الأسعار، بينما تشير T إلى حجم المعاملات. وفي حالة زيادة الجانب الأيسر من المعادلة عن الجانب الأيمن، دل ذلك على أن كمية النقود المتداولة أكبر من حجم المعاملات أي التدفق العيني ويترتب على ذلك اتجاه الأسعار للارتفاع مما قد يؤدى إلى حدوث تضخم في الأجل الطويل. أما في حالة زيادة الجانب الأيمن من المعادلة عن الجانب الأيسر، دل ذلك على الانخفاض النسبي في كمية النقود المعروضة أي التدفق النقدي، ويتجه حجم المعاملات نحو الانخفاض مما يؤدى إلى نقص الإنفاق النقدي وبالتبعية نقص المبيعات أو المعاملات النقدية والذي ينتج عن إستغناء رجال الأعمال عن بعض العمال، وبذلك تزداد معدلات البطالة وتنخفض الدخول ويحدث كساد الأعمال، مما يؤدى في النهاية إلى وقوع الاقتصاد في شرك الركود الاقتصادي. ومن أسباب الأزمة المالية العالمية الحالية الإنفاق الضخم للولايات المتحدة على الحروب المتتالية التي قامت بها في العديد من مناطق دول العالم وأهمها الحرب العراقية، فضلا عن التوسع في الإقراض لمختلف الأفراد دون مراعاة لمقدرتهم الإئتمانية، وقد أدى ذلك إلى

تضخم الكتلة النقدية ومع العجز عن الوفاء بالديون بدأت شرارة الأزمة والتي سرعان ما إنتشرت في أمريكا ثم في دول العالم.

وقد يرجع فشل الأسواق المالية إلى توليفة من / كل الأسباب السالفة الذكر. وبجانب ما سبق توجد عوامل أخرى فرعية تدعم تلك الأسباب منها تأثير المحفزات على قرارات المستثمرين والدين لتمويل الاستثمار وعدم التوافق بين الأصول والمستحقات و أخيرا وأهمها الدور السلبي للفائدة "الربا" وأثرها على الأسواق المالية، وأيضا السلبيات المصاحبة لسياسات معالجة الأزمات المالية والاقتصادية، وهذا ما سيتم مناقشته فيما يلي:

سعر الفائدة (الربا) والمؤسسات المالية

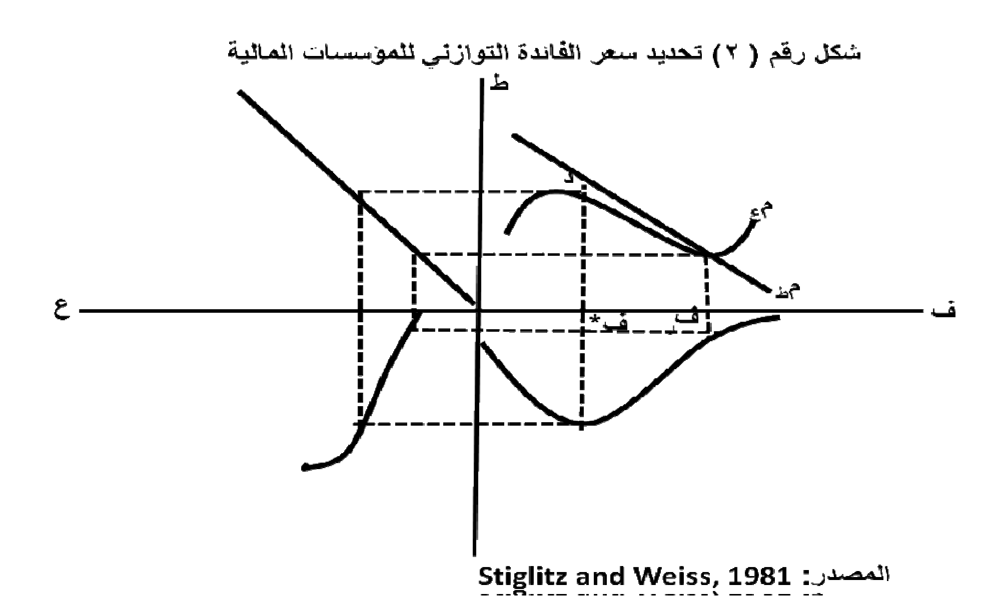
يعد الأثر الإيجابي لسعر الفائدة على المدخرات غامضا أو غير مؤكد، حيث قد يعمل أثر الدخل عكس عمل أثر الإحلال. أما الأثر السلبي فيأتي نتيجة تحويل الإدخار من القطاعات التي تتمتع بفائض مالي إلى القطاعات التي تعاني عجزا ماليا وفي ظل وجود أسعار فائدة يتم تحصيلها من قبل المؤسسات المالية ينجم عنه أن إدخار وحدة نقدية ما لا يتم إستثمارها بالكامل بل يخصم منها قيمة الفائدة والتي تتوقف على عوامل عديدة منها مدى قوة المؤسسات المالية في الأسواق ومعدلات الضرائب السائدة والدورة الاقتصادية، وبفعل المضاعفات فإن التأثير يكون أكثر على معدلات النمو الاقتصادي المتحقق. تتمثل دوافع الادخار، كما أوردها كينز فى تحليله فى مجموعتين من العوامل هما: 1- مجموعة العوامل الذاتية وتشتمل على الخصائص الأساسية للطبيعة الإنسانية وعلى العادات والتقاليد والمؤسسات الاجتماعية. ويرى كينز أن العوامل الذاتية تعتبر معطيات. 2- مجموعة العوامل الموضوعية: وتتمثل فى أثر التغير فى مستوى الدخل الحقيقى، سعر الفائدة، السياسة المالية للدولة، التوقعات والتغيرات الفجائية فى الأرباح الرأسمالية، والحالة التى يكون عليها توزيع الدخل القومى. وقد انتهى كينز من تحليله إلى افتراض ثبات العوامل الذاتية فى الأجل القصير والى أهمية مستوى الدخل فى تحديد الادخار كما أظهر أيضاً أن الميل للادخار يتزايد مع تزايد مستوى الدخل (**المحجوب، رفعت، 1980**). وقد اعتبر التقليديون أن سعر الفائدة هو ثمن الادخار، ومن ثم فهو العامل الهام لتحديد مستوى المدخرات القومية. ويرتبط سعر الفائده- فى رأيهم- بعلاقة طرديه مع ا لادخار، أى أنه إذا ارتفع سعر الفائدة زادت المدخرات والعكس صحيح. وعلى العكس من ذلك افترض كينز وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والمدخرات عن طريق التأثير غير المباشر والعكسى لسعر الفائدة على الدخل مما يؤدى إلى انخفاض الادخار عند رفع سعر الفائدة. ويفرق الاقتصاديون بصفة عامة بين أثرين لسعر الفائده: أثر الإحلال ويتمثل فى إحلال الادخار محل الاستهلاك عند ارتفاع سعر الفائدة أى العلاقة طردية بين سعر الفائدة والادخار، وأثر الدخل الذى يتمثل فى وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والادخار، حيث يؤدى إرتفاع سعر الفائدة إلى زيادة العائد من أصول معينة مما يؤدى إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكى أى إنخفاض الادخار ويتوقف الأثر النهائى، بطبيعة الحال على محصلة الأثرين المتضادين (**محمد أبو العلا، لبنى، 1989**).

بالنسبة للأسواق المالية قد يؤدي عدم المساواه في توفير المعلومات لأطراف المعاملة Asymmetric information إلى تقليص الإئتمان (**Stiglitz and Weiss, 1981**). يتقاضى المنتجون في السوق الحاضرة Spot market عائدا يتناسب وسعر المنتج، في حين يكون السعر - أي سعر الفائدة على القروض - في السوق الإئتماني (الآجل) مختلفا عن العائد المتوقع من قبل المؤسسات المالية، ويرجع ذلك إلى أن العائد المتوقع للمؤسسة المالية يعتمد أيضا على المقدرة الإئتمانية المتوقعة للمقترضين. وتؤثر سعر الفائدة على تلك المقدرة وكذلك على العائد للمؤسسات المالية من خلال عاملين هما الإختيار العكسي adverse selection و الخطر الجيد أو الحافز العكسي Moral hazard or adverse incentive. وينشأ كلا العاملين من مشكلة عدم المساواه في المعلومات المتوافرة للأطراف المعاملة، حيث يكون الإختيار المعاكس قبل إتمام المعاملة، بينما يكون الثاني بعد إتمامها (**Mishkin, 2010**). ويحدث الإختيار المعاكس أو الخطأ عندما يفضل المقرضون إقراض أرصدتهم لمقترضين تنخفض المقدرة الإئتمانية المتوقعة لهم، ويحدث ذلك لأن تلك الفئة من المقترضين هى القادرة على تحمل عنصر المخاطرة، ومن ثم يقدمون على القروض ذات الفائدة المرتفعة التي تطلبها الجهات المقرضة، وهنا تضطر تلك الجهات على التعامل معهم ويطلق على تلك العملية –أي التعامل مع المقترضين الأسوأ إئتمانيا – بالتعامل في الليمون Lemons[8]. ويشير الخطر الجيد إلى الوضع بعد إتمام الإقراض، فربما يقوم المقترض ببعض الأمور التي تزيد من إحتمال عدم وفائه بالمدفوعات المطلوبة، فربما يغير نشاطه إلى نشاط منخفض العائد مما يزيد معه إحتمال عدم القدرة على الوفاء بالقرض وخدمته. ويأتي تأثير زيادة أسعار الفائدة على عائد المؤسسات المالية من عاملين: الأثر الإيجابي المألوف، حيث أن زيادة أسعار الفائدة تزيد العائد المتحقق للمؤسسات المالية وذلك بفرض ثبات العوامل المؤثرة الأخرى. ثم يأتي ما يسمى بأثر الأختيار العكسي والذي يعمل في الإتجاه العكسي، فرفع سعر الفائدة من قبل المؤسسات المالية يزيد من المشروعات ذات العائد المرتفع والمخاطرة المرتفعة أيضا، حيث أن المقترضين الراغبين في دفع أسعار فائدة عالية هم أصحاب المشروعات ذات العوائد المرتفعة والمخاطرة المرتفعة. وفي ذات الوقت ينسحب المقترضون أصحاب المشروعات ذات العائد المنخفض والمخاطرة المنخفضة، حيث أنهم لا يرغبون في دفع أسعار الفائدة المرتفعة. ونتيجة لهذا الأثر فإن جملة المقترضين تكون من أصحاب القدرة المنخفضة على الوفاء بالإلتزامات المالية تجاه المؤسسات المالية. ومن جهة أخرى قد يؤدي إرتفاع أسعار الفائدة إلى تغير عكسي في سلوك المقترضين Moral hazard، حيث أن رفع أسعار الفائدة سيجذب المشروعات ذات المخاطرة المرتفعة، حيث أن إرتفاع أسعار الفائدة سيقلل العائد المتوقع للمقترضين من المشروعات ذات المخاطرة المنخفضة والعائد المنخفض بقدر أكبر من ذلك العائد للمشروعات ذات المخاطرة العالية والعائد المرتفع، مما قد يحث المقترضين على الإقبال على المشروعات الأولى، مما يخفض العائد المتحقق للمؤسسات المالية. أما إذا كانت أسعار الفائدة منخفضة فإن الأثر

[8] قدم Akerlof (1970) مشكلة الليمون، ويقصد بها أن المشتري لسلعة مستعملة لا يكون لديه معلومات عن جودة السلعة والتي يعلمها البائع، ولذا فإنه، أي المشتري يكون مستعدا لدفع سعر متوسط لشراء السلعة. ويضطر أصحاب السلع الجيدة إلى ترك السوق لأن السعر المتوسط يكون منخفضا جدا، ومن ثم يبقى في السوق السلع الأقل جودة والتي تسمى الليمون. ويتشابه هذ التحليل مع تفسير قانون جريشام للعملات المتداولة، حيث في ظل وجود أكثر من عملة في التداول، تؤدي عمليات البيع والشراء إلى أن تطرد العملة الرديئة العملة الجيدة من التداول.

الإيجابي المباشر لزيادة أسعار الفائدة قد يعادل في التأثير أثري الإختيار العكسي والخطر الجيد، ومن ثم فإن العائد المتحقق للمؤسسات المالية يزيد بزيادة أسعار الفائدة حتى مستوى معين بعدها ينخفض العائد نتيجة عمل الأثرين المذكورين. وعند سيادة هذين الأثرين فإن المؤسسات المالية تفضل تقليص الإئتمان عن رفع أسعار الفائدة (شكل رقم 2)

شكل رقم (٢) تحديد سعر الفائدة التوازني للمؤسسات المالية

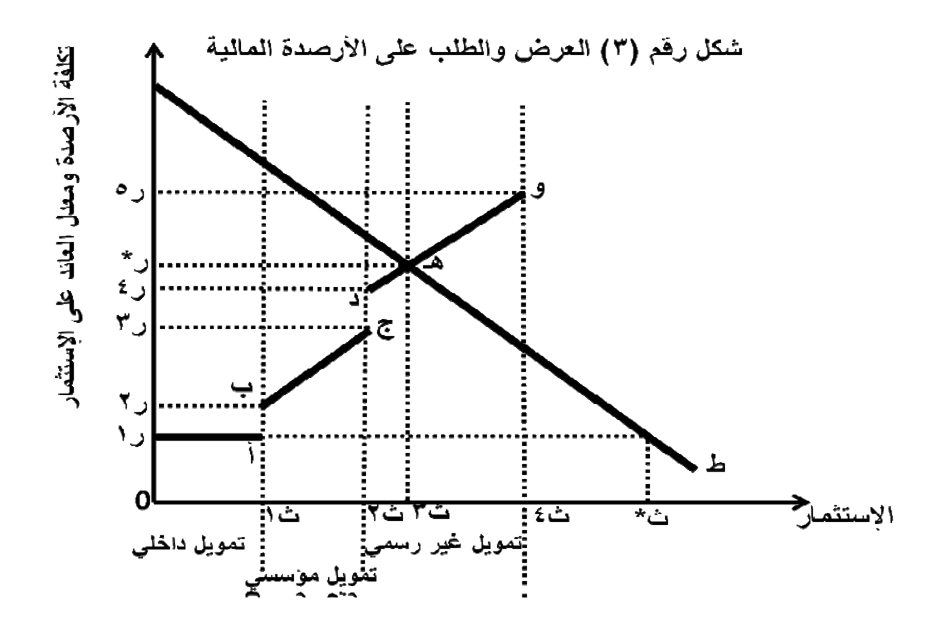


المصدر: Stiglitz and Weiss, 1981

يبين الشكل (2) التوازن في حالة تقليص الإئتمان. تشكل دالة الطلب دالة متناقصة مع سعر الفائدة، ومن ثم فإن منحنى الطلب (**م ط**) سالب الإنحدار كما في الربع الأيمن الأعلى، بينما يأخذ عرض القروض (**م ع**) موجب الإنحدار كعلاقة طردية مع سعر الفائدة. ويشتق منحنى العرض من العلاقة بين العائد المتوقع للمؤسسة المالية وتغيرات سعر الفائدة، والتي تتأثر بالإختيار العكسي والخطر الجيد، فضلا عن الأثر المباشر للزيادة في أسعار الفائدة على العائد المتوقع للمؤسسة المالية: يزيد العائد مع زيادة سعر الفائدة إلى وصول المستوى (**ف***)، بعدها ينخفض العائد المتوقع. عند مستوى (**ف***) يكون العرض على القروض أكبر من الطلب على الأرصدة أي أن هناك فائض طلب قدره د. وإذا رفعت المؤسسة المالية سعر فائدتها عن **ف*** سينخفض العائد المتحقق لها، وهنا فإن المؤسسة المالية تفضل تقليص الإئتمان ليظل عند المستوى المناظر لـ **ف***عن رفع سعر الفائدة، حيث تحقق المؤسسة عائدا أعلى عند **ف*** عن العائد الممكن تحقيقه عند مستوى أعلى مثلا عند **ف**. ومع ذلك يمكن للمؤسسة المالية التخلي عن تقليص الإئتمان ورفع سعر الفائدة بشرط أن يقدم المقترض ضمانات وذلك لسببين: الأول أن الضمانات تخفض الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة في حالة تعثر المقترض، الثاني أن وجود الضمانات يحفز المقترض على تجنب التعثر قدر الإمكان وأن تحثه على حسن إستغلال القرض ليتجنب فقدان الضمانات المقدمة من قبله للمؤسسة المالية.

ويؤدي تقليص الإئتمان إلى مشكلة أخرى تتلخص في أن الجهات المقترضة سوف تضطر إلى تقليص حجم إستثماراتها، وما يمثله ذلك من آثار سلبية على الاقتصاد القومي ككل. يعكس الشكل رقم (3) الصور المختلفة المتاحة لتمويل الإستثمارات وتتمثل في التمويل الذاتي (**من 0 إلى ث1**)، والتمويل الخارجي من

المؤسسات المالية (**من ث1 إلى ث2**)، والتمويل الخارجي من الجهات الغير رسمية (**من ث2 إلى ث4**). يمثل منحنى (**ط**) الطلب على الأرصدة المالية بإعتبار أن الاستثمارات متجانسة في المخاطرة، ويتحدد مكان المنحنى (**ط**) على أساس الفرص الإستثمارية المتاحة للمؤسسة، فكلما قلت تلك الفرص وتناقص العائد المتوقع منها كلما إقترب المنحنى من نقطة الأصل. ويكون المنحنى سالب الإنحدار بسبب تناقص العوائد الحدية من الإستثمار. ويمثل المنحنى غير المتصل (**أب ج د هـ و**) العرض من الأرصدة، حيث يمثل الجزء (**ر1** أ) الأرصدة الداخلية أي التمويل الداخلي المتاح (التمويل الذاتي) وهو خطا أفقيا لأن سعره ثابتا. وعندما ينضب التمويل الداخلي تلجأ المؤسسة للإقتراض الخارجي وبديهيا أن التمويل الخارجي مكلف عن التمويل الداخلي بسبب عدم المساواه في المعلومات المتاحة لأطراف المعاملة من ناحية ولتكاليف المعاملة ذاتها من ناحية أخرى. وتؤدي تكاليف التمويل الخارجي إلى الإنتقال من النقطة (أ) إلى (**ب**). الجزء (**ب ج**) من منحنى عرض الأرصدة موجب الإنحدار طالما أن منحنى الطلب (**ط**) يتجه صعودا، المؤسسات المقرضة ستزيد سعر الفائدة حتى مستوى معين (مثلا **ر3**)، وتقلص الإئتمان بعد هذا المستوى. يقوم الدائنون الغير الرسميين بسلوك مماثل، حيث يزيدون الفائدة حتى مستوى (**ر5**) بعدها يقلصون الإئتمان. ومع أن الجزء (**د هـ**) موجب الإنحدار إلا أن الدائنيين الغير رسميين يتقاضون فائدة أعلى من تلك التي تتقاضاها المؤسسات المالية المقرضه، ذلك ربما أنهم يتعاملون مع فئات من المدينيين يتسمون بمخاطرة عالية وهم من تقرضهم المؤسسات المالية، أيضا نظرا لوجود تكاليف للحصول على المعلومات. يفسر الإرتفاع في تكاليف الإقتراض من الجهات الغير رسمية إنتقال المنحنى من النقطة (**ج**) إلى النقطة (**د**).



المصدر: بالتصرف من Hubbard (1998)

وفي ظل شرط تكامل الأسواق المالية يكون حجم الإستثمار التوازني هو (**ث***)، ولما كان هذا الشرط غير متوافر في غالبية الأوقات، فإن حجم الإستثمارات الممكن تمويلها يمثل فقط بـ (**ث3**)، وهذا يعني أن المؤسسات تضطر لتقليص حجم إستثماراتها لشروط وظروف التمويل المتاحة.

والخلاصة أن التعامل في الأسواق المالية التقليدية بالفائدة (الربا) من شأنه تقليص حجم الإئتمان أي الأرصدة المالية المنسابة من الطرف الدائن إلى الطرف المدين، ومن شأن ذلك خفض الإستثمار، وما لذلك من أثر سلبي على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية ومن ثم الاقتصاد القومي برمته. وفي حالة تقديم ضمانات من قبل المقترضين، فيمكن العمل على عدم تقليص الإئتمان، وهذا في حد ذاته عيب يعكس هشاشة العلاقة بين أطراف التعامل في الأسواق المالية التقليدية، والغير موجود في السوق المالي الإسلامي لما تحكمه من علاقات ومبادىء ثابته ملزمة لكل الأطراف، فتقديم قروض على هذا الشكل غير موجود ضمن المنتجات المالية التي تقدمها المؤسسات المالية الإسلامية، فضلا على الشفافية الملزمة لكل الأطراف والعمل بمبدأ لا ضرر ولا ضرار، وغير ذلك من المبادىء الإسلامية الأخرى.

المآخذ والآثار السلبية للسياسات المتبعة للخروج من الأزمات المالية / الاقتصادية

تلجأ الحكومات إلى إتباع سياسات توسعية في حالات الأزمات المالية والاقتصادية لمواجهة الآثار الإنكماشية الناجمة عن تلك الأزمات، وهذا بالفعل ما نادت به قمة العشرين التي عقدت بلندن في إبريل 2009م وكان الغرض منها مناقشة سبل الخروج من الأزمة المالية العالمية الحالية، فقد نادت القمة بضرورة ضخ سيولة في الأسواق المالية وخفض أسعار الفائدة لإنعاش الأسواق ومن ثم الاقتصادات، ولكن هل ستجني الدول ثمار تلك السياسات بالشكل المأمول وتحت كل الظروف؟ من ناحية ضخ سيولة في الأسواق، فإنه من المعلوم أن السياسات الاقتصادية التوسعية تسبب عادة مشكلات عند عملية الإنفاق، وتتمثل في الموجات التضخمية التي تسببها في الاقتصاد القومي، فضلا عن مشكلات تتوقف على مصادر تمويل تلك النفقات: هل هي من الإقتراض المحلي / الأجنبي / المحلي والأجنبي أم هى من إصدار نقدي جديد. ولا ريب أن الأمر يكون أسوأ وأكثر صعوبة في الدول المتخلفة إقتصاديا. ومن ناحية العمل على خفض أسعار الفائدة لتنشيط الإستثمار، فلا ريب أن خفض أسعار الفائدة يمارس أثرا إيجابيا على الإستثمار والإنتاج والتوظف ومن ثم الدخل ولكن يتوقف ذلك على مدى ثقة المستثمرين في الاقتصاد القومي، ففي ظل الأزمات المالية والاقتصادية تنخفض ثقة المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب في الاقتصاد القومي، ومن ثم تقل إستجابتهم لتغيرات أسعار الفائدة هذا من ناحية وقد يكون خفض سعر الفائدة إلى المستوى الذي يعاني الاقتصاد القومي فيه من شَرَك السيولة، حيث يميل الأفراد إلى تفضيل السيولة عن حقنها في تيار الدخل القومي.

6. الأسواق المالية والأزمات المالية والاقتصادية: رؤية إسلامية

أدت الأزمة المالية العالمية الحالية إلى تزايد الإتجاه المؤيد للتمويل الإسلامي والنظام المالي والمصرفي الإسلامي، ومع ذلك مازال ذلك الحديث والتفسيرات المدعمة لهذا الإتجاه تقدم إطارا نظريا فقط للاقتصاد الإسلامي ومعالجاته للأزمات المالية والاقتصادية، فضلا عن أن التمويل الإسلامي في الوقت الراهن يقوم على إستعارة أدوات مالية صممت للنظام التقليدي وإعادة تشكيلها لتتوافق والشريعة الإسلامية، لكنها تبقى تحمل المخاطر التي يتسم بها النظام التقليدي. فيما يلي نعرض للرؤية الاسلامية لفشل الأسواق، ومن ثم نشأة

الأزمات المالية والاقتصادية، مع تبيان أن المنهاج الإسلامي يضمن عدم تعرض الأسواق المالية للفشل ومن ثم يجنب الاقتصادات خطر الأزمات المالية والاقتصادية الناشئة عن الأسواق المالية.

6.1. مفهوم الرشادة والكفاءة في الإسلام

تعني الرشادة في الإسلام الإلتزام بقواعد ومبادىء الشريعة الاسلامية أي الإلتزام الإسلامي ويعني إلتزام أطراف المبادلة (المعاملة) مقرض ومقترض ووسيط بأحكام الشريعة الإسلامية السمحة. أما الكفاءة في الإسلام فنعني بها ضمان توافر المناخ العام لتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية أي ضمان توافر المناخ لتطبيق شرط الإلتزام الإسلامي. ولا يفوتنا أن نؤكد أن الإلتزام الإسلامي يتضمن تحقيق العدالة بين أطراف المعاملة وهو الشرط الذي تتجاهل تحقيقه الأسواق المالية بمفهومها التقليدي. ويساعد وجود سوق مالية إسلامية متكاملة في تحقيق الإلتزام الإسلامي وتوفير المناخ العام لتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية السمحة، أي تحقيق الرشادة والكفاءة من منظور الإسلام.

6.2. السوق المالي الإسلامي

تعرف السوق لغويا بأنها موضع البياعات وتذكر وتؤنث ولها معان أخري (لسان العرب و القاموس المحيط و مختار الصحاح). والأسواق هي جمع سوق ووردت لفظ سوق في القرآن الكريم أكثر من مرة: في قوله تعالى "وقالوا مال هذا الرسول يأكل الطعام ويمشي في الأسواق" (الفرقان : الأية 7) وفي قوله تعالى "وما أرسلنا قبلك من المرسلين إلا إنهم ليأكلون الطعام ويمشون في الأسواق" (الفرقان: الأية 20)، كما وردت في الأحاديث النبوية الشريفة منها عن أبي هريرة (رضي الله عنه) قال قال رسول الله (صلى الله علية وسلم) "صلاة أحدكم في جماعة تزيد عن صلاته في سوقه وبيته بضعا وعشرين درجة ....."

وقد عرف الحنفيون المال بأنه عين يجري عليها التنافس والإبتذال، ومن ثم فقد عمموه للمال المباح والمحرم وخصصوه بالأعيان دون المنافع، أما عند جمهور الفقهاء فهو عام للأعيان والمنافع لكنه لا يشكل المحرمات. وقد عرفت الأسواق المالية بأنها الأماكن المخصصة للنشاطات التجارية الخاصة بالصرف والنقد والاسهم والسندات والاوراق التجارية وشهادات الودائع ونحوها، فضلا عن عقود السلع بين المنتجين والتجار (**محي الدين القرة داعي، 1992)**

ويطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة. وفي ضوء التعريف الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان واحد، وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن إصطلاح السوق المالية الاسلامية يضم المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية.

تختلف التعاريف السابقة قليلا عنها في علم الاقتصاد، حيث يرى الاقتصاديون السوق بأنها تفاعل بين العرض والطلب أي العارضين والطالبين لمنتج ما حتى لو لم يقابل أحدهما الآخر، فقد يتم البيع والشراء دون أن يقابل المشتري البائع أو حتى يعرفه. ومن هنا يمكننا تعريف سوق الأوراق المالية بانها تفاعل المقترضين

(مصدري الأوراق المالية) والمستثمرين (طالبي الأوراق المالية) إما بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر أي في ظل وساطة مالية، ومن ثم فإن التمويل في السوق المالي قد يكون تمويلا مباشرا إذا تمت عملية التبادل بين طرفي المبادلة بدون وساطة مالية أو تمويلا غير مباشر إذا توسطت مؤسسة مالية ما بين طرفي التبادل لإتمام المعاملة.

والسوق المالية الإسلامية هي جهاز إداري أسس بهدف تطوير وتنمية وتوجيه السوق المالي الإسلامي الدولي واعتماد الأدوات المالية المتداولة والترويج لها في المحافل الدولية، وقد تأسست في 11 أغسطس 2002. وتتمثل مقومات السوق المالي الإسلامي فيما يلي:

6.2.1. المتعاملون

تضم السوق المالية الاسلامية فضلا عن المؤسسات المالية والاسلامية المؤسسات الأخرى التقليدية بل مؤسسات مالية غير إسلامية، فمثلا أصدر المصرف الاسلامي للتنمية صكوك إجارة عام 2003 بمبلغ 400 مليون دولار وطرحها للاكتتاب العام ومع أن العملية تمثل إصدارا إسلاميا إلا أنها جذبت مشترين من مؤسسات تقليدية اكتتب في حوالي 70% من الإصدار ومنها مصارف مركزية من دول عديدة اكتتبت في حوالي 40% من 70%.

6.2.2. المنتجات (البضاعات) ومدى تنوعها والابتكار فيها

تعرف المنتجات المالية بأنها الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لعملائها، وهي عقود معاوضة تهدف للربح بالنسبة للمؤسسة المالية، وتقدم في المقابل خدمة، على شكل عين أو منفعة للعملاء. وبالنسبة للمؤسسات المالية الاسلامية فإن منتجاتها لابد أن تتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية، فالضوابط الشرعية هي همزة الوصل بين مباديء الاقتصاد الإسلامي من ناحية والممارسة اليومية للحياة الاقتصادية من خلال المنتجات المالية من ناحية أخرى. وتتسم المنتجات الإسلامية بالتزايد المستمر ومنها: **الأسهم وصكوك الإجارة وصكوك المشاركة،** ومنها المشاركة المتغيرة ، حيث يدخل المصرف الاسلامي كشريك في المشروع بحصة تمويلية وبنسبة محددة، ويتم توزيع أرباح المشروع في نهاية العام طبقا لحصة المصرف وحصة صاحب المشروع. **وصكوك المضاربة وصكوك المرابحة،** ومنها مرابحة الاعتمادات المستندية وتعتبر من أكثر الصيغ شيوعا، وتستخدم في تمويل شراء المواد الخام أو المعدات اللازمة للمشروع سواء كانت من الداخل أو من الخارج. و**صكوك السلم،** السلم أو السلف هو عقد بيع يعجل فيه الثمن ويؤجل فيه المبيع، ولذا فهو بيع آجل بعاجل، وهو عكس البيع بثمن آجل. ويجوز السلم في كل ما يكال أو يوزن أو يزرع أو العددي المتقارب، وقد سماه الرسول الكريم سلما أو سلفا أو تسليفا ولم يسمه بيعا. ويتخذ عقد السلم أشكالا مختلفة منها عقد السلم التمويلي وعقد السلم والسلم الموازي والحزم التمويلية المتكاملة[9]. و**صكوك الاستصناع،** وتسعى المؤسسات المالية الاسلامية بإستمرار إلى تطوير منتجاتها

[9] ليس هنا مجال سرد تفصيلات تلك العقود وأركانها وشرعيتها ولكن للإطلاع على ذلك راجع التجاني عبدالقادر أحمد "السلم بديل شرعي للتمويل المصرفي المعاصر: نظرية مالية ومحاسبية"، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، المجلد الثاني عشر، 2000م.

وتأتي عملية التطوير إما من خلال المحاكاة للمنتجات غير الاسلامية أو من خلال البحث عن منتجات جديدة تناسب الاحتياجات الفعلية للعملاء.

6.2.3. قياس الأداء

مؤشرات السوق هي أرقام قياسية تعد باستخدام أساليب إحصائية لقياس أداء الأسواق المالية يدخل في تكوينه عينة من أسهم شركات التعامل على أسهمها نشط، ويعد المؤشر يوميا بما يمكن المتعاملين من التعرف على أحوال الأسواق المالية ومدى تقدمها، من خلال مقارنة المؤشر لليوم الحالي مع الأيام السابقة. وقد قامت مؤسسة داو جونز بالولايات المتحدة الأمريكية والتي تصدر عددا من المؤشرات العالمية المعروفة باسمها بإصدار العديد من المؤشرات للسوق المالية الاسلامية والتي تعرف باسم Islamic Dow Jones Indexes

6.2.4. المؤسسات المالية الداعمة للسوق المالي الإسلامي

هناك العديد من المؤسسات المالية التي تدعم وجود وإستمرار السوق المالي الإسلامي ومنها:هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ومركز إدارة السيولة، ومؤسسة التصنيف العالمية للمؤسسات المالية الإسلامية، والإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، والمؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص، والمركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكية التجاري، والمجلس العام للمؤسسات والبنوك الإسلامية[10].

6.2.5. تطور المصرفية الاسلامية

لقد نجحت المصارف الاسلامية في إجتذاب الودائع وإرضاء العملاء وتميزت في مجال التمويل التجاري القصير الأجل ومزجت ذلك مع النمو في تمويل مشاريع عملاقة طويلة الاجل باعتبارها ابتكارات مصرفية جديدة تقترب من المصارف الشاملة، ويتوقع تزايد حجم الودائع والاصول المالية في المصارف الاسلامية في العالم ليصل الى حوالي نصف تريليون دولار أي حوالي 500 مليار دولار في نهاية عام 2010 وسيستثمر ما يصل الى 25 % من هذه الأموال في مشاريع بمنطقة الشرق الاوسط. وتأتي هذه الاستثمارات في ظل نمو الطلب على صناعة الخدمات المالية الاسلامية محليا ودوليا واستمرار نموها بوتيرة متزايدة ومستمرة، ويتراوح نمو الصناعة الاسلامية ما بين 15 الى % 20 سنويا، مما يؤكد أن صناعة الخدمات المالية الاسلامية نجحت في تلبية احتياجات شريحة عريضة من العملاء والجمهور وتطورت منتجاتها وأدواتها سواء من مصارف إسلامية متخصصة أو شركات استثمار (**الشبشيري، محمد، 2007**)، كما يتضح من الجدول رقم (1).

[10] لتفصيل ذلك يمكن الرجوع إلى: حمود السعدون، أسعد، مجلة الدراسات الإستراتيجية، العدد 7، المجلد 3، 2007.

جدول رقم (1) تطور أصول وودائع واستثمارات وأرباح المؤسسات المالية الإسلامية خلال الفترة 1998 – 2004 (مليون دولار)*

السنة	الأصول المالية	حجم الودائع	إجمالي الاستثمار	صافي الأرباح
1998	135.3	94.53	19	0.97
1999	167.2	119.42	28	1.14
2000	233.5	182.01	43	2.24
2001	269.1	222.1	77.26	2.45
2002	145	118.2	93.6	1.8
2003	174.4	137.6	127.1	2.7
2004	378.5	201.4	185.2	4.0

* بدون بيانات النوافذ الإسلامية في المؤسسات المالية التقليدية وبدون بيانات الشركات التابعة.

المصدر: 1- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، التقرير المالي العالمي الأول للصناعات المالية الإسلامية، المنامة 2005.

2- مجلة إتحاد المصارف العربية، العدد 291، فبراير 2005.

6.2.6. التحديات التي تواجه إكتمال السوق المالي الإسلامي

مع إيماننا بتوافر المقومات اللازمة لإزدهار وتنمية السوق المالي الإسلامي إلا أننا في ذات الوقت ندرك العقبات والتحديات التي تواجه تلك السوق والتي تتمثل في: 1- العلاقة مع المصرف المركزي في كل دولة 2- حوكمة السوق المالي الإسلامي 3- تطبيق بازل II 4- الكوادر البشرية 5- العولمة: هل تعزز المصارف الاسلامية؟ 6- الرقابة الشرعية أو ما يعرف بإشكالية تعدد الفتاوى بين هيئات الفتوى في المصارف الاسلامية، فيما يلي شرح موجز لكل نقطة على حدة.

6.2.6.1. العلاقة مع المصرف المركزي

لا يغيب عن كل ذي بال إحتياج المصرف المركزي لأدوات خاصة تتناسب وطبيعة المؤسسات المالية الإسلامية للرقابة عليها، فقد أدى إختلاف طبيعة أنشطة تلك المؤسسات عن طبيعة أنشطة المصارف التقليدية إلى قيام معظم المصارف المركزية في الدول التي تعمل بها المؤسسات المالية إلى إطلاق حرية تلك المؤسسات في ممارسة أنشطتها طالما أنها لا تخالف القوانين العامة المعمول بها. وقد ساهمت تلك الحرية في نمو المؤسسات المالية الإسلامية وإزدهارها، مما تزايد معه مطالبة المصارف التقليدية المصرف المركزي بدور أكبر للرقابة على أنشطة تلك المؤسسات، وتمشيا مع هذة المطالبات تقوم بعض المصارف المركزية مثال ذلك المصرف المركزي الأردني بتطبيق نفس الأدوات الرقابية على المصارف الإسلامية بإستثناء المجالات التى تتضمن

التعامل بالفائدة (**شحادة، موسى، 1989**). ويشكل إستخدام الأدوات التقليدية في الرقابة على المؤسسات المالية الإسلامية بعض التحديات التى تواجه تلك المؤسسات منها:

أ- مجال تحديد نسبة الإحتياطي الإلزامي

تستند فلسفة إلزام المصارف التقليدية بسياسة الإحتياطي الإلزامي المحدد من قبل المصرف المركزي ضمان توفير السيولة اللازمة لدى المصرف التقليدي لمواجهة تيارات السحب. ويتوفر هذا الإلتزام لدى المؤسسة المالية الإسلامية فقط بالنسبة للودائع الجارية والتي تعد بمثابة أمانة لدى المصرف يجب ردها للمودع عند طلبها. أما الودائع الإستثمارية بأنواعها المختلفة فيتم إيداعها لدى المؤسسة المالية الإسلامية طبقا لمبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، مما يجعلها مختلفة في طبيعتها عن الودائع الجارية ومن ثم ليس هناك إلزام، بصفة عامة، على المؤسسة على الإحتفاظ بإحتياطي لمواجهة السحب منها. ولا ريب أن المخاطر على هذه الأنواع من الودائع أكبر حتى من المخاطر التي تواجه الودائع لأجل لدى المصارف التقليدية. وتنجم تلك المخاطر إما من النشاط أي مخاطر الناجمة عن استثمار تلك الودائع في مجالات بعينها ويقبل – في المعتاد – المودعون هذا النوع من المخاطرة. أما النوع الثاني من المخاطر فينشأ من سوء إدارة الأعمال المصرفية، بمعنى عدم قيام المؤسسة المالية بالأعمال المصرفية السليمة وفقا للمعايير والمؤشرات المتعارف عليها. ومن هنا فيجب الرجوع بالضرر على المؤسسة المالية لقيامها بدور المضارب الذي يلتزم بتحمل الأضرار الناتجة عن التقصير أو سوء إدارة الأموال.

ب- مجال نسب السيولة

بمقارنة السيولة في مصرف تقليدي بها في مصرف (مؤسسة مالية اسلامية)، نجدها أعلى في المصرف التقليدي، وذلك لأن جزء من استثماراته تكون في أوراق مالية قصيرة الأجل، والتي عادة لا يحتفظ بها المصرف / المؤسسة الأسلامية لأن التعامل بها ينطوي على التعامل بالفائدة. وقد دفع إنخفاض نسب السيولة في المصارف / المؤسسات الإسلامية إلى تحديد نسب سيولة ذاتية يتم الإلتزام بها للحفاظ على قدرة تلك المؤسسات على الوفاء بإلتزاماتها. ويرى البعض ضرورة تعديل معادلة إحتساب السيولة المستخدمة في المصارف التقليدية لتتناسب مع طبيعة المؤسسات المالية الإسلامية على أن تتضمن تلك المعادلة شهادات المرابحة قصيرة الأجل التي تصدرها المؤسسات الإسلامية الدولية، صكوك المضاربة التي تصدرها المؤسسات الإسلامية الدولية، و المرابحات قصيرة الأجل (**مطاوع، سعد، 2007**).

ت- مجال الرقابة على توظيف الأموال

يستخدم المصرف المركزي العديد من الأساليب لزيادة أو لخفض الإئتمان الموجه إلى مجالات معينة ولتحقيق بعض الأهداف الهامة للاقتصاد القومي، ومن تلك الأساليب أستخدام أسعار الفائدة التفضيلية وسياسات السقوف الإئتمانية وغيرها وبديهيا أن تلك الأساليب لا تتناسب وطبيعة المؤسسات المالية الإسلامية، التي لا

تتعامل أصلا بالفائدة أخذا أو عطاء، ولكن من الممكن إستخدام أدوات تمويلية أخرى للرقابة على توظيف الأموال من قبل المؤسسات المالية الاسلامية.

ث- مجال كفاية رأس المال

لا يخفى على كل ذي فكر أهمية رأس مال المصرف التقليدي من حيث قيامه بوظائفه الثلاث المتمثلة في الوظيفة الحمائية ويقصد بها ضمان حماية أموال المودعين، والوظيفة القانونية والتي يضمن توفير الإحتياطي القانوني المحدد من قبل المصرف المركزي، وأخيرا الوظيفة التشغيلية أي ضمان إقتناء الأصول الثابتة للمصرف اللازمة للقيام بمهامه المختلفة. وتنخفض أهمية الوظيفة الأولى للمؤسسة الإسلامية، نظرا لإنخفاض نسبة الودائع الجارية والتي تتطلب هذا النوع من الحماية مقارنة بالأنواع الأخرى والتي يتقاسم فيها العملاء والمؤسسة الأرباح والخسائر. أما الوظيفتين الثانية والثالثة فتتشابه المؤسسات المالية الإسلامية في إحتياجها لهما مع إحتياج المصرف التقليدي لهما.

ج- رقابة المودعين

تمثل علاقة المودعين والمؤسسة الإسلامية إما علاقة رب المال (وهو المودع)، والمضارب (وهي المؤسسة الإسلامية) في حالة الودائع الإستثمارية والتي يتقاسم فيها الطرفان الأرباح والخسائر وفقا لترتيبات محددة أو علاقة أمانه في حالة الودائع الجارية. ونظرا للأهمية النسبية للودائع الإستثمارية فإنه من الضروري أن يكون للمودعين حق الرقابة على عمليات المؤسسة الإسلامية للتأكد من دقة وسلامة العمليات وربما يتأتى ذلك من خلال تمثيلهم في الجمعية العمومية بل وفي مجلس الإدارة (**مطاوع، سعد ، المرجع السابق**).

.6.2.6.2 حوكمة السوق المالي الإسلامي

يقصد الحوكمة مجموعة من القوانين والمعايير والقواعد التي تحدد العلاقة بين المؤسسة من جهة والممولين وأصحاب المصالح من جهة أخرى. وقد تزايدت المطالبة بحوكمة المؤسسات المصرفية نتيجة لعوامل عديدة منها: الأزمات المالية المتكررة منها أزمة الأسواق المالية الآسيوية عام 1997م والتي أدت إلى إنهيار كثير من الأسواق المالية في العديد من الدول مثل ماليزيا وسنغافورة وإندونيسيا والفلبين واخيرا الأزمة المالية العالمية الحالية، كذلك تصاعد ممارسات الفساد في العديد من الشركات، مما أدى إلى إفلاسها، فقد كشفت التقارير المالية للعديد من الشركات أنها لا تعبر عن الموقف المالي الحقيقي لتلك الشركات، نتيجة تواطؤ وفساد الإدارة ومراجعي الحسابات، أيضا نتيجة ممارسات الإستحواذ والدمج للسيطرة على الأسواق والتي قامت به بعض الشركات المتعددة الجنسيات، وكذلك ضعف النظم القانونية في كثير من الدول. أدى ذلك كله إلى تزايد الدعوى بحوكمة المؤسسات المالية والأسلامية. وقد اقترحت دول مجلس التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) مجموعة من المعايير والمباديء لحوكمة المؤسسات، وقد اعتمدت تلك المباديء من قبل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي عام 1999م، كذلك تبنت لجنة بازل تلك المباديء وأصدرت وثيقة في سبتمبر 1999 حول تعزيز الحوكمة في المنظمات المصرفية.

6.2.6.3. تطبيق بازل II[11]

يكفل تطبيق مبادىء بازل II تحقق كثير من الضوابط من خلال إطار جديد وشامل للأعمال المصرفية. وترتكز تلك الضوابط والمعايير على ثلاث ركائز: الأولي كفاية رأس المال لتغطية المخاطر التشغيلية ومخاطر الإقراض ومخاطر السيولة. الركيزة الثانية، السلطة الرقابية على بعض المصارف، أما الركيزة الثالثة فهي الشفافية، والتي تلزم المصارف بالشفافية بما يكفل وقوف المتعاملين على كل المشكلات التي قد تواجه المصارف في أي مرحله من المراحل.

وقد تم إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا عام 2005م، ويهدف – ضمن أهدافه- إلى إجراء تعديلات على إتفاقية بازل II لتكون متسقة مع الضوابط الشرعية للأعمال المصرفية الإسلامية. وفي إطار ذلك قام المجلس بإصدار وثيقة خاصة بمعيار أو معدل كفاية رأس المال الخاص بالمصارف التي تزاول الأنشطة المصرفية الإسلامية مع التركيز على الجوانب الإسلامية والتي لم تشر إليها وثيقة بازل II وبديهيا أن تركز وثيقة المجلس على أوزان مخاطر الإئتمان وفقا للصيغ التمويلية الإسلامية المختلفة. ومن هنا فإن المؤسسات المالية الإسلامية مطالبة بتطبيق بازل II من خلال الأخذ بوثيقة مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) الخاصة بمعدل كفاية رأس المال للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية بإستثناء شركات التأمين، وأيضا من خلال الأخذ من إتفاقية بازل II ما يتفق ضوابط الشريعة.

6.2.6.4. الكوادر البشرية

تعاني المؤسسات المالية الاسلامية من نقص الكوادر البشرية المطلوبة التي يمكنها ممارسة العمل في تلك المؤسسات، حيث يتطلب ذلك الإلمام بالجوانب المحاسبية والاقتصادية، إلى جانب الألمام بقواعد الشريعة الإسلامية، وهذا ما يفتقده الخريج الحالي، فليس هناك مؤسسات تعليمية توفر لخريجيها الألمام بكل تلك الجوانب معا.

6.2.6.5. العولمة

ثار جدلا واسعا حول أثر العولمة على الاقتصاد القومي، فيرى البعض أن العولمة تعزز وتدعم الاقتصاد القومي وهناك الرأي المخالف لذلك ولكن نستطيع القول أن العولمة تمارس آثارا إيجابية وأخرى سلبية على الاقتصاد القومي عامة والتي بدورها تؤثر على المؤسسات العاملة به ومنها المؤسسات المالية الاسلامية. ففي الجانب الإيجابي، تؤدي العولمة إلى إجتذاب إستثمارات أجنبية، وزيادة التجارة الدولية، وحرية إنتقال الموارد البشرية، ونقل التقنية وزيادة المنافسة ومن ثم دفع النمو الاقتصادي، وأيضا دعم مبدأ التخصص وتقسيم العمل

---

[11] تقع مدينة بازل في غرب سويسرا وعلى الحدود مع ألمانيا وفرنسا وهي مدينة صغيرة. ويتميز مطار بازل بثلاثة مخارج يؤدي الأول إلى الأراضي الألمانية والثاني إلى الأراضي الفرنسية والثالث إلى الداخل السويسري. وتبعد المدينة المسافة نفسها تقريباً عن الدول الصناعية العشر الكبرى في العالم. ومن ثم فإن مدينة بازل تقع في قلب العالم الأوروبي في سويسرا التي عرفت بسياستها الحيادية عبر التاريخ، وهذا ما لفت نظر الذين فكروا بإقامة لجنة عالمية تهتم بالرقابة المصرفية في هذه البقعة الصغيرة والمهمة جغرافياً وتاريخياً ,فأوجدوا بنك التسويات الدولية العام 1930.

والذي يفيد الأطراف المختلفة. وفي الجانب السلبي، تضعف العولمة القومية وتخفض التوظف والأجور وتعميق الفجوة بين الدول المتقدمة والدول المتخلفة إقتصاديا. ولكن إجمالا لابد أن نقرر أن آثار العولمة لم ولن تكون واحدة التأثير على مختلف الدول، فهناك دول تفوق مكاسبها عن الخسائر الناجمة من العولمة، ودول أخرى تفوق الخسارة المتحققة من جراء سيادة العولمة منافعها. ومن هنا فيجب على المؤسسات المالية الإسلامية العمل على تعظيم الإستفادة من الآثار الإيجابية وتقليل التأثيرات السلبية المترتبة عن العولمة.

6.2.6.6. الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية

تتنوع أشكال الرقابة على المصارف الإسلامية منها هيئة الرقابة الشرعية، ولجنة رقابة شرعية، وعضو شرعي بمجلس الإدارة، ومستشار شرعي خارجي، ورقيب شرعي كوظيفة دائمة. وتكتسب هيئة الرقابة الشرعية سلطات تعادل سلطات مراقب الحسابات الخارجي، منها حق الإطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات لدى المصرف، وحق طلب الإيضاحات اللازمة حول معاملة معينة، وضرورة تصديق الحسابات الختامية قبل إقرارها. ولكن يثار جدل أيضا حول تعدد الفتاوى بين هيئات الفتوى في المصارف الإسلامية الأمر الذي يتطلب ضرورة التنسيق فيما بينها، فضلا عن تعارض مصالح في أعمال تلك الهيئات (**عيسى، موسى أحمد، 2009، و زغبية، عز الدين، 2009**).

7. المنظور الإسلامي لعمل الأسواق المالية: تعظيم رفاهة المجتمع وتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في ظل الاقتصاد الإسلامي

يجب بداية أن نؤكد أن الإسلام يقدم إطارا متكاملا أو نموذجا متكاملا لما يجب أن يكون عليه سلوك الفرد والمجتمع في كافة نواحي الحياة ومنها النواحي الاقتصادية بالطبع، ومن هنا يتضح لنا نقطتين هامتين: أولهما أن إتباع النموذج الإسلامي الإقتصادي يعني تحقيق الحالة المثلى أو يحقق ما يمكن أن نطلق عليه الكفاءة الاقتصادية المثلى للفرد المعني وللمجتمع في حالة شمول ذلك السلوك بين الأفراد عامة. ثانيهما أنه يتم تفسير الواقع وما يتم فيه من خلال قربه أو بعده من الإلتزام بالنموذج الإسلامي ومن ثم تحقيق الكفاءة الاقتصادية الاسلامية. ويمكننا إفتراض أن توافر شرط الرشادة الإسلامية أو ما نسميها الإلتزام الإسلامي في الفرد – المستهلك والمنتج - والمجتمع، يعني به أنه إذا خير الفرد أو المجتمع بين أمرين أحدهما حلال أي يتوافق والشريعة الإسلامية والآخر حرام أي يتنافى معها، فإنه سيختار – سواء الفرد أو المجتمع – الأمر الأول، على الرغم من أن العائد المادي (المنفعة) المتحقق من الأمر الأول في حالة الاستهلاك قد تقل عن ذلك العائد المتحقق من الأمر الثاني، ذلك لأن الفرد الملتزم إسلاميا سيضيف عائدا معنويا موجبا للأمر الأول وعائدا سلبيا للأمر الثاني إلى العائد المادي المتحقق، بينما لا يدرك، ومن ثم لا يقوم الفرد غير الملتزم بذلك فهو فقط يقارن بين الأمرين على حسب العائد المادي المتحقق. ويمكن تصور دوال المنفعة كالأتي:

(دالة المنفعة في حالة الفرد غير الملتزم) $U = U_d$

(دالة المنفعة لبديل حلال في حالة الفرد الملتزم) $U = U_d + U_{id}$

(دالة المنفعة لبديل حرام في حالة الفرد الملتزم) $U = U_d - U_{id}$

حيث تشير **U** إلى المنفعة أو العائد الكلي المتحقق، وتشير U_d إلى العائد المادي المباشر، بينما تشير U_{id} إلى العائد المعنوي غير المباشر، ومن ثم فإن تحديد / إختيار الكمية المستهلكة ومدى تحقق الكفاءة الاقتصادية الإسلامية المثلى سوف تختلف في حالتي الفردين المذكورين.

وبالنسبة للمنتج الملتزم فإن دالة الربح الخاصة به لابد وأن تختلف عن تلك الخاصة بالفرد غير الملتزم. دالة الربح للفرد الغير ملتزم هي نفسها دالة الربح في الاقتصاد الوضعي، فالربح يمثل الفرق بين الإيراد الكلي والنفقات الكلية، بينما الأمر مختلف في حالة الفرد المتسم بالرشادة الاسلامية، حيث يضيف الفرد عائدا موجبا للبدائل المتفقة والشريعة الاسلامية، ومن ثم تزيد قيمة الايرادات الكلية، ويضيف نفقة سالبة في حالة البدائل المنافية للشريعة الاسلامية، ومن ثم تزيد النفقات الكلية. وتتحدد الإختيارات على أساس المقارنة بين الأرباح المتحققة مع تعظيم العائد الموجب في حالة البدائل المتفقة والشريعة الاسلامية وتعظيم قيمة النفقات السالبة في حالة البدائل التي لا تتفق والتعاليم الاسلامية، ومن هنا فيرفض الفرد الملتزم البدائل الحرام ويقبل البدائل الحلال. ويمكن تصور دوال الربح في الحالات الثلاث كالتالي:

(دالة الربح للفرد غير الملتزم) $\Pi = TR - TC$

(دالة الربح لبديل حلال في حالة الفرد الملتزم) $\Pi = (TR + R) - TC$

(دالة الربح لبديل حرام في حالة الفرد الملتزم) $\Pi = TR - (TC + C)$

ويمثل العائد الموجب في حالة البديل الحلال إما عائدا خاصا للفرد صاحب القرار فقط أو عائدا على المجتمع فقط أو يمثل في جزء منه عائدا خاصا وفي جزء آخر عائدا إجتماعيا، ففي ضوء الموجهات العامة والخاصة التي وردت في الكتاب والسنة، نجد أن الاختلاف الجوهري المتوقع بين سلوك المنتج غير الملتزم وسلوك المنتج الملتزم إنما يعود أساساً إلى اختلاف الهدف النهائي في كل حالة . فالمنتج الملتزم يسعى إلى تعظيم الربح كما هو الحال بالنسبة للمنتج غير الملتزم، إلا أن المنتج الملتزم يهتم بالصالح العام للمجتمع المسلم امتثالاً لحديث الرسول صلى الله عليه وسلم الذي يقول فيه "والله لا يؤمن أحدكم حتى يحب لأخيه ما يحب لنفسه" ، واتباعاً للقاعدة الشرعية التي تقول درء المفاسد أولى من جلب المنافع وتلك التي تقول بتحمل الضرر الخاص لدفع الضرر العام . لذا فمن غير المتوقع أن يتمادى المنتج الملتزم في الإنتاج الذي يتسبب في ضرر الغير سعياً وراء تحقيق الربح دون مراعاة لما يلحقه هذا الإنتاج من أضرار على المجتمع . بل من المتوقع أن يهدف المنتج الملتزم تعظيم الربح والحفاظ على عدم ضرر الآخرين معاً .والجمع بين هذين الهدفين معاً يعني أن يكون الهدف النهائي هو تعظيم رفاهية المجتمع.

وبتطبيق تلك المفاهيم على التعامل في الأسواق عامة وفي الأسواق المالية خاصة، نجد أن المقرض – سواء أكان فردا أو مؤسسة – سيقوم بإستثمار أمواله في شراء المنتجات المالية المتفقة والشريعة الإسلامية وبما لا يضر الأطراف الأخرى في المعاملة، وفي ذات الوقت فإن المقترض سيقوم ببيع منتجات مالية – بالتمويل المباشر أو غير المباشر- تتفق أيضا مع الشريعة الإسلامية وبما لايضر الأطراف الأخرى.

ويمكن صياغة دالة الهدف للمجتمع في شكلها الضمني للمعاملات في الأسواق المالية كما يلي:

$$\mathbf{OS = TSW\ (D, \Pi)}$$

حيث TSW تشير إلى مستوى رفاهة المجتمع، وD التعامل في البدائل الحلال، و Π الأرباح الكلية المتحققة في الأسواق المالية.

تحت قيد:

$$\mathbf{\Pi = TRR\ (Q) - TCC\ (Q)}$$

حيث تشير TRR إلى الإيرادات الكلية المتولدة في الأسواق المالية، وتشمل الإيرادات العادية أي العوائد المتحققة نتيجة الإستثمار وكذلك السعادة المتولدة لدى الفرد الملتزم نتيجة التعامل في البدائل الحلال. وتشير TCC إلى التكاليف الناجمة عن إصدار والتعامل في المنتجات المالية، وتشمل التكاليف العادية لتلك التعاملات وأيضا عدم السعادة المتولدة لدى الفرد الملتزم نتيجة التعامل في المعاملات الحرام. وأخيرا تشير Q إلى حجم المنتجات المالية المتداولة.

ويفترض في دالة الرفاهة (دالة الهدف) أن تكون متصلة وتكون المشتقات الأولى لها موجبة، بينما تكون المشتقة الثانية لها سالبة. وتضمن هاتان الخاصيتان أن تكون دالة رفاهة المجتمع الكلية دالة متزايدة بمعدل متناقص وذلك مع زيادة الأرباح الكلية والتعامل مع البدائل الحلال، ومن ثم يمكن تمثيل الخيارات المتاحة أمام المؤسسات المالية المصدرة للمنتجات المالية تحقيق الأرباح والتعامل في البدائل الحلال بمنحنيات سواء رفاهة المجتمع ذات أشكال وخصائص مماثلة لمنحنيات سواء الفرد. ويمكن صياغة دالة مضاعف لاجرانج على النحو التالي:

$$\mathbf{L = TSW\ (D, \Pi) + \lambda\ (TRR - TCC - \Pi\ )}$$

وتكون الشروط الأولية لتعظيم دالة الهدف (دالة رفاهة المجتمع) كما يلي:

$$\frac{\partial L}{\partial \pi} = \frac{\partial \mathrm{TSW}}{\partial \pi} - \boldsymbol{\lambda} = 0 \quad i.e. \quad \frac{\partial \mathrm{TSW}}{\partial \pi} = \boldsymbol{\lambda} \qquad (1)$$

$$\frac{\partial L}{\partial D} = \frac{\partial TSW}{\partial D} + \lambda (\frac{\partial TRR}{\partial Q} * \frac{\partial Q}{\partial D} - \frac{\partial TCC}{\partial Q} * \frac{\partial Q}{\partial D}) = 0$$

$$\frac{\partial L}{\partial D} = \frac{\partial TSW}{\partial D} + \frac{\partial Q}{\partial D} * \lambda \left(\frac{\partial TRR}{\partial Q} - \frac{\partial TCC}{\partial Q} \right) = 0 \qquad (2)$$

بقسمة المعادلة (2) على المعادلة (1) نحصل على:

$$\frac{\partial TSW}{\partial D} / \frac{\partial TSW}{\partial \pi} = -\frac{\partial Q}{\partial D} (\frac{\partial TRR}{\partial Q} - \frac{\partial TCC}{\partial Q}$$

وبما أن تفاضل دالة الإيرادات الكلية ينتج دالة الإيرادات الحدية وتفاضل دالة التكاليف الكلية ينتج دالة التكاليف الحدية أي أن:

$$\frac{\partial TRR}{\partial Q} = MR$$

$$\frac{\partial TCC}{\partial Q} = MC$$

$$\frac{\frac{\partial TSW}{\partial D}}{\frac{\partial TSW}{\partial \pi}} = -\frac{\partial Q}{\partial D} (MR - MC) \qquad (3)$$

أي

$$\frac{\partial \pi}{\partial D} * -\frac{\partial D}{\partial Q} = (MR - MC) \qquad (4)$$

ويتضح أن شرط تعظيم دالة رفاهة المجتمع هو تساوي ميل دالة الربح أي (MC -MR) مع ميل دالة الرفاهة للمجتمع مضروبا في ميل دالة المعاملات الحلال. والمفاضلة بين تحقيق مزيد من الأرباح والتعامل في البدائل الحلال شرعا تأخذ أشكالا عدة، فإذا فضَلت المؤسسات المالية زيادة الأرباح ولو على حساب التنازل كلية عن التعامل في البدائل الحلال، يصبح شرط تعظيم رفاهة المجتمع هو شرط تعظيم الربح في الحالات العادية. أما إذا فضَلت المؤسسات المالية التعامل في البدائل الحلال، يصبح ميل دالة البدائل الحلال مساويا للواحد الصحيح، ويتحدد حجم المعاملات (Q) بتساوي ميل دالة الربح مع ميل منحنى سواء رفاهة المجتمع، أي يكون:

$$(MR - MC) = \frac{\partial TSW}{\partial D}$$

وبصفة عامة كلما زادت الرشادة الإسلامية وتوافرت الكفاءة في الأسواق المالية، كلما زاد إستعداد المتعاملين في تلك الأسواق لتفضيل التعامل في البدائل الحلال عن تحقيق مزيد من الأرباح، وكلما زاد إنحدار منحنى رفاهة المجتمع. وفضلا عن ذلك، فإن التعامل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية يساهم في تجنب الأزمات المالية والتي قد تتحول إلى أزمات اقتصادية، حيث – وبالرجوع إلى تفسيرات فشل الأسواق المالية- نجد أنه في إطار السوق المالي الاسلامي التي يتم التعامل خلالها وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية تنتفي كل الأسباب المؤدية إلى فشل الأسواق المالية ونشأة الأزمات المالية والاقتصادية وتفسير ذلك فيما يلي:

1- تظهر الفقاعة نتيجة بيع الدين لأكثر من مرة، بحيث يصبح الجانب النقدي المتداول أو المتاح للتداول يفوق الجانب العيني، وهذا غير وارد في التعامل وفقا للشريعة الاسلامية، حيث من مبادىء الشريعة التعامل في الاقتصاد الحقيقي.

2- يحدد الإسلام هامشا للربح بما يكفل عدم المغالاه في الأسعار، ومن ثم تجنب حدوث فقاعات الأسعار.

3- من شروط تحقيق العدالة بين طرفي المعاملة الاستثمارية عدم الغبن والإستغلال لطرف من أطراف التعامل.

4- يحرم الاسلام الإكتناز بما يضمن عدم وقوع الاقتصاد في شح السيولة وزيادة الجانب النقدي عن العيني، أيضا يعد الاستثمار واجبا شرعيا إنطلاقا من قول الرسول الكريم "من ولى يتيما فليتجر له في ماله ولا يتركه حتى تأكله الصدقة" رواه الترمذي، فالمحافظة على المال من مقاصد الشريعة والتي ذكرها الشاطبي وهي "حفظ الدين والنفس والعقل والعرض والمال". ويعد الربح الإسلامي وقاية لرأس المال، فقد أجمع جمهور الفقهاء على أنه "لا ربح إلا بعد سلامة رأس المال" وعلى أن الربح وقاية لرأس المال وواقيا له من الخسارة الذي يمكن أن تلحق به (**أحمد تمام محمد، 1975**).

5- يحرم الإسلام أيضا إستغلال المال إلا في الأمور ذات الإحتياجات الحقيقية للمجتمع وفقا لأولويات الإستثمار: الضروريات ، و الحاجيات، والتحسينات.

6- يُلزِم الإسلام البائع (مُصدِر الورقة المالية) أن يُعلِم المشتري (المستثمر) بالعيوب التي قد تكون في البضاعة محل التداول (الورقة المالية).

7- تساهم الزكاة كثيرا في إعادة توزيع الدخل، بحيث لا يزداد الأغنياء غنا في حالات الرواج من جراء زيادة الاستثمارات العالية الربح في ظروف يشوبها الإستغلال.

8- يلزم الإسلام التوسط في كافة الأمور والبعد عن المغالاة، حتى في الفرح والحزن، فالمسلم لا يغل في حزنه ولا في فرحه عملا بقول الله سبحانه وتعالي "لكيلا تأسوا على ما فاتكم ولا تفرحوا بما ءاتاكم والله لا يحب كل مختال فخور" (الحديد، 23).

9- تمنع القاعدة الإسلامية الحاكمة (لا ضرر ولا ضرار) على المسلم تحقيق مكاسب على حساب الطرف الآخر في المعاملة.

10- تشكل طهارة العقد الظاهر منه والباطن وحقوق الملكية وشكل التوزيع والثقة وقواعد توزيع العوائد إلى جانب عدم التعامل بالربا إطارا منهجيا ومؤسسيا متكاملا يضمن نظاما للتمويل قويا أمام الصدمات المالية.

11- البيع في الفقه يأخذ شكلين: بيع آجل وبيع سلم، والبيع الآجل جائز شرعا، ومن ثم فبيع السلم أيضاً جائز شرعا، ولكن يبقى هنا قول الرسول صلى الله عليه وسلم:(الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، يداً بيد، سواءً بسواء، مِثلاً بمِثل، فمن زاد أو استزاد فقد أربى ؛ الآخذ والمعطي فيه سواء). معنى هذا أن تبادل ذهب بذهب لابد أن يكون بنفس الوزن، والنقود كذلك تلحق بالذهب والفضة. والآن أصبح عندنا أجناس كثيرة، ففي عهد الرسول صلى الله عليه وسلم كان هناك جنس الذهب وجنس الفضة، أما في هذه الأيام، فإننا نجد الفضة والذهب والعملات الورقية، كل دولة لها عملة، وكل عملة تعتبر جنساً: فالجنيه المصري جنس، والريال السعودي جنس، والريال القطري جنس، ودرهم الإمارات جنس، وهكذا فيمكن التبادل (إذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد). ولا ريب أن ذلك يشكل أيضا حصنا يحول دون نشأة فقاعة الأسعار.

12- تشجع قواعد التعامل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية على المنافسة وتمنع الإحتكار، وهذا يعني تحقيق حجم المعاملات الأمثل من وجهة نظر المجتمع، فضلا عن تجنب تحكم البعض في الأسواق المالية من خلال المضاربة والمعاملات الوهمية.

13- تتيح أحكام الشريعة الإسلامية لولي الأمر التدخل في حالة المغالاة في الأسعار أو في الأرباح المتحققة لصالح الطرف المتضرر.

14- توافر شرطي الرشادة الإسلامية والكفاءة في الأسواق المالية الإسلامية يكفل تدنية المخاطر المرتبطة بالتعامل في الأوراق المالية، حيث لا يوجد مخاطرة للإئتمان بسبب الشفافية التي يكفلها التعاقد في ظل السوق المالي الإسلامي أي وفقا للشريعة الاسلامية، ولا يوجد مخاطرة تقلبات أسعار الفائدة، حيث لا يوجد تعامل بفائدة في الأسواق المالية ومن هنا يختفي خطر السعر وخطر إعادة الإستثمار، أيضا لا وجود لمخاطرة السيولة، لوجود مبدأ لا ضرر ولا ضرار، فلن يستغل طرف طرفا آخر في المعاملة. واخيرا وطالما أن ولي الأمر يقوم بدوره وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، إذن لن توجد قرارات أو سياسات تضر بمصالح المتعاملين في الأسواق المالية أي تختفي المخاطر السياسية.

والخلاصة أن إكتمال السوق المالي الاسلامي يضمن التعامل في الأسواق المالية وفقا لأحكام الشريعة الأسلامية السمحة، والتي بدورها تعظم رفاهة المجتمع من ناحية وتضمن عدم الوقوع في براثن الأزمات المالية والاقتصادية من ناحية أخرى.

8. النتائج والتوصيات

يهدف البحث إلى بيان أن عمل الأسواق المالية وفقا لأحكام الشريعة تؤدي إلى تعظيم رفاهة المجتمع وفي ذات الوقت تجنب الأسواق المالية ومن ثم الاقتصاد القومي من الوقوع في الأزمات المالية والاقتصادية. وبدأ البحث بتقديم مفهوم عمل الأسواق التقليدية من منظور الاقتصاد الإسلامي، ثم عرض للمخاطر المتعلقة بالتعامل في منتجات تلك الأسواق، وأوضح أن كفاءة عمل تلك الأسواق والتي بنيت العديد من النماذج والنظريات عليها هي كفاءة منقوصة لأنها لا تراعي تحقيق العدالة بين أطراف التعامل، وتسمح قواعد اللعب لبعض المتعاملين بالتلاعب في أسعار الأوراق المالية، وأيضا يؤدي عدم المساواة في المعلومات المتوافرة لأطراف المعاملات إلى إتخاذ قرارات غير مناسبة لبعضهم. ثم بين البحث أن نظريات ونماذج تفسير فشل الأسواق المالية تناولت العديد من الزوايا، فبعضها يرجع أسباب الفشل إلى طبيعة النظام الرأسمالي نفسه، وبعضها يرجع السبب الرئيس إلى سلوكيات المتعاملين في تلك الأسواق، وبعضها يرى أن عدم رقابة الحكومات لتلك الاسواق هو السبب في فشلها، بينما يرى البعض أن سبب فشل الأسواق يرجع لإختلال العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي في الاقتصاد القومي. وبين الباحث ان التعامل في الربا يعد عاملا مساندا ومدعما لفشل الأسواق المالية، كما أن السياسات التي تقترح لعلاج الأزمات المالية والاقتصادية يكتنفها كثير من السلبيات على الاقتصاد القومي. بعدها تعرض البحث لبيان المنظور الإسلامي للأسواق المالية والأزمات المالية من خلال تحديد مفهوما الرشادة والكفاءة في الإسلام، ثم عرض للسوق المالي الإسلامي ومكوناتها ومركزا على التحديات التي تواجه إكتمال تلك السوق بما يمكنها من قيامها بالدور المنوط بها. وأخيرا فسر الباحث كيف أن عمل الأسواق المالية في ظل السوق المالي الإسلامي وتوافر مبدأي الرشادة والكفاءة الإسلامية يؤدي إلى تعظيم رفاهة المجتمع من ناحية ويجنب الأسواق المالية ومن ثم الاقتصاد القومي من الوقوع في الازمات المالية والاقتصادية.

وتكمن أهم توصيات البحث في العمل على مواجهة التحديات التي تواجه السوق المالي الإسلامي والمتمثلة في العلاقة مع المصرف المركزي والتي تتمثل في مجال تحديد نسبة الإحتياطي الإلزامي، ومجال نسب السيولة، ومجال الرقابة على توظيف الأموال، ومجال كفاية رأس المال، ورقابة المودعين. أيضا من التحديات حوكمة السوق المالي الإسلامي، وتحديات تطبيق بازل II، ويوصي الباحث بضرورة توفير المؤسسات الأكاديمية اللازمة لتخريج الكوادر القادرة على العمل في المؤسسات المالية الاسلامية، بما يساهم في علاج مشكلة عدم توافر الكوادر البشرية، أيضا العمل على تعظيم الجوانب الإيجابية وتدنية السلبيات التي تمارسها العولمة على السوق المالي الإسلامي، وأخيرا العمل على إيجاد الحلول لإشكالية تعدد الفتاوى بين هيئات الفتوى في المصارف الاسلامية.

المراجع

1- المراجع العربية

البراري، راشد، (1976)،"تطور الفكر الاقتصادي"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1976.

التجاني عبدالقادر أحمد "السلم بديل شرعي للتمويل المصرفي المعاصر: نظرية مالية ومحاسبية"، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، المجلد الثاني عشر، 2000م.

السامرائي، قحطاني، (2009)، "اقتصاد الفقاعات .. دراسة في جذور الأزمة في الاقتصاد الرأسمالي، مع إشارة إلى الأزمة المالية العالمية 2008"، بحث قدم للمؤتمر الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، 28 – 29 إبريل.

السعدون، أسعد حمود، (2007)، "البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: الفرص والتحديات وآفاق المستقبل"، مجلة الدراسات الإستراتيجية، المجلد الثالث، العدد 7، مركز البحرين للدراسات والبحوث.

الشعار، محمد نضال، (2005)،"أسس العمل المصرفي الاسلامي والتقليدي"، دار الاستثمار.

المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، (2005)، التقرير المالي العالمي الأول للصناعات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين.

المطارنه، بشار والصافي، وليد (2009)،"الاقتصاد الإسلامي في مواجهة الأزمة العالمية بين النظرية والتطبيق"، بحث قدم للمؤتمر الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، 28 – 29 إبريل.

المحجوب، رفعت، (1980)، "الطلب الفعلى مع دراسة خاصة بالبلاد الأخذة فى النمو"، دار النهضة العربية، القاهرة، ص ص 93- 100.

تمام، محمد أحمد، (1975)، " دراسة مقارنة عن المحافظة على رأس المال بين الفكر الإسلامي والفكر المحاسبي الحديث " ، رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، جامعة الأزهر.

جريدة البلاد البحرينية، العدد 629، في 5 يوليو .2010

زغبية، عز الدين، (2009)، "مدى تعارض المصالح في عمل أعضاء هيئة الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، بحث قدم إلى مؤتمر الهيئات الشرعية الثامن، البحرين، 18 – 19 مايو.

مطاوع، سعد عبدالحميد، (2007)،"إدارة الأسواق والمؤسسات المالية" دار الشرق للطباعة، المنصورة، مصر.

شحادة، موسى عبدالعزيز، (1989)،"فلسفة ومنهجية العمل المصرفي الإسلامي في المصارف الإسلامية"، بيروت، إتحاد المصارف العربية، ص 15.

عبدالباقي، هشام حنضل، (2010)،" رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي"، مجلة التعاون لدول مجلس التعاون العربي، الرياض، العدد القادم.

عيسى، موسى أحمد، (2009)، "تعارض المصالح في أعمال هيئات الرقابة الشرعية"، بحث قدم إلى مؤتمر الهيئات الشرعية الثامن، البحرين، 18 – 19 مايو.

محمد أبو العلا، لبنى، العوامل المؤثرة على الادخار العائلى محاولة لقياس الأثر الكمى لبعض العوامل، المؤتمر العلمى السنوى السادس لكلية التجارة، جامعة المنصورة "المدخرات فى مصر"، 4:5 أبريل، 1989، ص 4.

محمد الشبشيري (2007)،"التميز والمنافسة في اداء الخدمات المصرفية الاسلامية"، بيت التمويل الكويتي.

مجلة إتحاد المصارف العربية، (2005)، العدد 291، فبراير.

محي الدين القرة داغي، (1992)، "الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المجلد 1، العدد 7.

2- المراجع الأجنبية

Abdelbaki, H. (2010),"Assessing the Impact of the Global Financial Crisis on GCC Countries", Journal of Business and Economics Research, Vol. 8, No. 2, February, USA.

Akerlof, G.A., (1970)," The market for "Lemons": qualitative uncertainty and the market mechanism", Quarterly Journal of Economics, 84 (3), pp. 488 – 500.

Bank of England (1988),"The Equity Market Crash", Bank of England Quarterly Bulletin, February, 51 – 58.

Fama, E. F. (1970),"Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", Journal of Finance, May, 383- 417.

Hubbard, R.G., (1998),"Capital – market imperfections and investment", Journal of Economic Literature, 36(1), pp. 193 -225.

Leland, H. E., (1987)," On the stock market crash and portfolio insurance", University of California, Berkeley.

Minsky, H. P., (1992),"The financial instability hypothesis", The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, working paper No. 74.

Mishkin, F. S., (2010),"The economics of money, banking and financial markets", Pearson education Inc., ninth edition, USA.

Stigitz, J.E. and A. Weiss, (1981),"Credit rationing in markets with imperfect information", American Economic Review, 71(3), pp. 393 – 410.

Yao, and Zhang, (2009),"On economic theory and recovery of financial crisis", paper presented at 2nd China conference of GEP ay UNNC, Ningbo, China, 10 – 11 November.